BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– April 2004 –

Summary

Overview

The Canadian economy continues to adjust to developments in the global economy. These include stronger world demand, higher commodity prices, the realignment of world currencies—including the Canadian dollar—and the intensified competition, together with new trading opportunities, coming from emerging-market economies, such as China and India.

These developments require shifts in activity among sectors and create a need for adjustments by many businesses. Monetary policy is facilitating these adjustments by supporting aggregate demand, with the goal of keeping the economy near its full potential and inflation on target.

At the end of 2003, the Canadian economy was operating at a lower level than the Bank had projected in the October *Monetary Policy Report*. Although growth rebounded in the fourth quarter of last year, real GDP growth in the third quarter was weaker than had been expected, and there was a downward revision to GDP in the second quarter. This came about despite stronger global economic activity, particularly in the United States but also in Japan and other Asian economies, and strong increases in commodity prices. Preliminary indications are that growth in the first quarter of 2004 was marginally below 3 per cent at annual rates. As expected, core inflation has generally been below the Bank's 2 per cent target since the October *Report*.

Against this backdrop, the Bank lowered its key policy rate by a total of 75 basis points, reducing it by 25 basis points on each of the last three fixed announcement dates, to bring it to 2 per cent.

Highlights

- **The Bank's outlook for economic growth and inflation is essentially unchanged from that of the January *Update*.**
- **Growth should accelerate in the second half of this year and early next year, returning the economy close to its production potential by the third quarter of 2005.**
- **Inflation is expected to return to the 2 per cent target by the end of next year.**
- **The Canadian economy continues to adjust to developments in the global economy.**
- **The risks to the outlook appear balanced.**

The Bank's outlook for economic growth and inflation in Canada is essentially unchanged from that of the January *Monetary Policy Report Update*. The Canadian economy is expected to grow at an annualized rate of about 2 3/4 per cent in 2004, picking up to about 3 3/4 per cent in 2005. Such growth would return the economy close to its production potential by the third quarter of next year. Core inflation is expected to average about 1 1/2 per cent for the rest of 2004 and to move back to the 2 per cent target by the end of next year.

The main uncertainty for the outlook continues to relate to how the Canadian economy adjusts to global developments. Overall, the risks to the outlook appear balanced.

Recent Developments

Despite the broadening of the global economic recovery, a number of shocks affected the Canadian economy in the third quarter of 2003, and growth ended up well below expectations at an annual rate of 1.3 per cent. The economy rebounded as expected in the fourth quarter, posting an annual growth rate of 3.8 per cent. Final domestic demand was slightly weaker than expected, however, and external demand was somewhat stronger than expected.

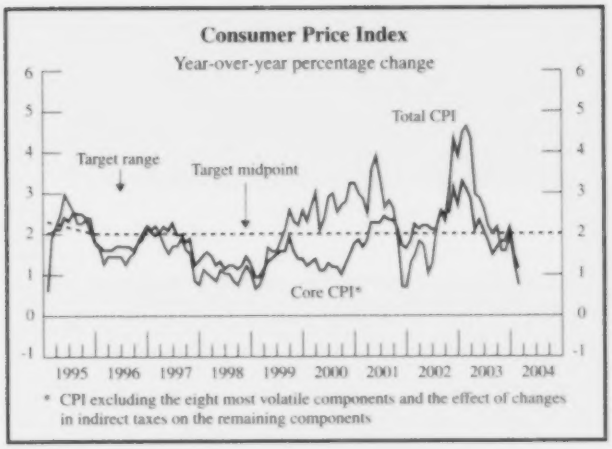
The resurgence in growth at year-end was supported by a pickup in inventory investment. As well, there was some recovery from the temporary shocks that had previously restrained activity. Other supporting factors were favourable financing conditions and stronger global demand. Exports rebounded substantially during the fourth quarter. Preliminary indications are that economic growth eased in the first quarter of 2004.

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate

After appreciating against the U.S. dollar early this year and briefly approaching 79 cents U.S., the Canadian dollar has recently traded in a range of about 74 1/2 to 76 1/2 cents U.S.

While the economy grew at a faster rate than that of potential in the fourth quarter of 2003, the amount of excess supply in the economy at year-end was still somewhat larger than projected six months ago. It is the Bank's view that the economy is operating significantly below its potential, although with the shifts in economic activity brought on by global economic developments, there is more uncertainty than usual around estimates of potential output.

Inflation rates, both total and core, fell sharply in early 2004, as expected. This reflected the end of special factors, such as earlier substantial increases in auto insurance premiums. In addition, the stronger Canadian dollar has led to some lower food prices. Total inflation also fell because of lower prices for gasoline and fuel oil than a year ago, although oil prices have risen strongly since last October.



Prospects for Growth and Inflation

Even though there are indications of marginally slower growth in the first quarter, the Bank's outlook remains essentially unchanged from that of the January *Update*. Economic activity should accelerate in the second half of this year and early 2005.

The international outlook is quite positive. Prospects for a strong expansion in the global economy over the next year or so have improved. The Bank expects U.S. economic growth of about 5 per cent for 2004 as a whole, and 4 1/2 per cent in 2005. In addition, Japan may be experiencing a sustained recovery. Near-term prospects for the euro area are subdued, but the longer-term outlook is improving. Among emerging-market economies, prospects are favourable, particularly for China and India. This strong world demand should support Canadian exports and help maintain high commodity prices.

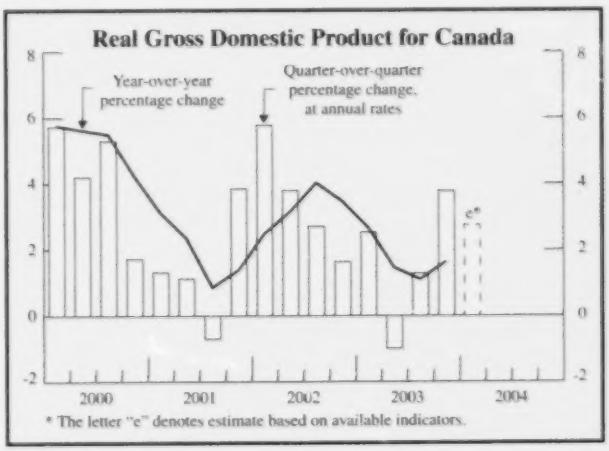
While the external outlook is bright over the near term, it does contain some downside risks, especially as we look further out. Higher oil prices, should they persist, could dampen growth prospects, particularly in the United States. More broadly, there are uncertainties about whether current account imbalances and fiscal deficits in many industrial economies will be resolved in a way that maintains growth.

The Bank expects economic growth in Canada this year and next to come primarily from private domestic demand, reflecting the monetary stimulus in the economy and high levels of business and consumer confidence. Monetary aggregates are consistent with an increase in economic growth.

The Bank's most recent survey of businesses, completed in March, suggests that companies are somewhat more confident in their ability to adjust to the appreciation of the Canadian dollar.

Capital spending by businesses should grow robustly, supported by stronger world demand, high commodity prices, favourable financial conditions, and the lower cost of imported machinery and equipment.

Despite some softening at the end of 2003, household spending is projected to grow solidly, helped by projected stronger gains in real incomes. Government spending is projected to rise moderately this year and next.



Solid foreign demand should support exports this year, although the stronger Canadian dollar will continue to dampen export growth and boost imports. Overall, net exports are not projected to contribute to growth in 2004 and 2005.

All told, the Bank expects real GDP to expand at an annualized rate of about 2 3/4 per cent in the first half of this year. In the second half, growth should pick up to about 3 1/2 per cent. Such a result implies real GDP growth of 2 3/4 per cent for 2004 on an average annual basis.

With growth projected to peak at about 4 per cent in the first half of 2005, the Bank expects average growth of 3 3/4 per cent next year. Under this scenario, there would be little change in the amount of excess supply in the economy in 2004, but the economy should move back close to its potential by the third quarter of 2005.

With the persistence of excess supply through 2004, core inflation should average 1 1/2 per cent over the remainder of the year. The past appreciation of the Canadian dollar may also put some modest downward pressure on core inflation through 2004. But as excess supply diminishes, core inflation is projected to move back to 2 per cent by the end of 2005. Total CPI inflation will be heavily influenced by developments in the markets for crude oil.

Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2004				2005	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	**1.3** *(1.3)*	**1.4** *(1.6)*	**1.6** *(1.6)*	**1.6** *(1.6)*	**1.7** *(1.7)*	**1.9** *(1.9)*
Total CPI	**0.9** *(0.9)*	**1.7** *(1.5)*	**1.7** *(1.5)*	**1.7** *(1.5)*	**1.6** *(1.4)*	**1.7** *(1.7)*
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US$ per barrel)						
WTI (level)	**35** *(33)*	**33** *(31)*	**32** *(30)*	**32** *(30)*	**32** *(28)*	**30** *(28)*

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
or visit our Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– Avril 2004 –

Sommaire

Vue d'ensemble

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de la demande mondiale, au renchérissement des produits de base, au réalignement des monnaies (y compris du dollar canadien) ainsi qu'à la concurrence plus vive que livrent les pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, et aux nouveaux débouchés qu'ils offrent.

Ces changements exigent un déplacement de l'activité entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à s'adapter. La politique monétaire facilite cet ajustement en apportant un soutien à la demande globale, afin d'amener l'économie à se maintenir à un niveau proche des limites de sa capacité et l'inflation à s'établir au taux visé.

À la fin de 2003, l'économie canadienne tournait à un régime inférieur à celui que prévoyait la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* publié en octobre dernier. Certes, on a observé un regain de vigueur au dernier trimestre de 2003, mais le PIB réel n'a pas progressé au rythme escompté au troisième trimestre, et son taux de croissance pour le deuxième trimestre a été révisé à la baisse. Ce tassement est survenu en dépit du renforcement de l'activité économique dans le monde, particulièrement aux États-Unis — mais aussi au Japon et dans d'autres économies d'Asie —, ainsi que de l'important renchérissement des produits de base. Des données préliminaires indiquent que la croissance au premier trimestre de 2004 se serait établie tout juste en deçà de 3 % en taux annualisé. Comme on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est généralement située au-dessous du taux cible de 2 % depuis la parution du *Rapport* d'octobre.

Faits saillants

- **Les prévisions de la Banque en matière d'expansion économique et d'inflation n'ont pratiquement pas changé depuis la publication de la *Mise à jour* de janvier.**
- **La croissance devrait s'accélérer au second semestre de 2004 et au début de l'an prochain, de telle sorte que l'économie devrait tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de 2005.**
- **La Banque s'attend à ce que l'inflation revienne au taux visé de 2 % avant la fin de l'an prochain.**
- **L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture mondiale.**
- **Les risques qui pèsent sur les perspectives semblent équilibrés.**

Dans ce contexte, la Banque a réduit son taux directeur de 75 points de base au total, lui retranchant 25 points de base à chacune des trois plus récentes dates d'annonce préétablies, pour le ramener à 2 %.

Les prévisions de la Banque en matière d'expansion économique et d'inflation au pays n'ont pas changé pour l'essentiel depuis la publication de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* en janvier dernier. La croissance de l'économie canadienne devrait s'établir aux alentours de 2 3/4 % en moyenne en 2004, puis se hisser à environ 3 3/4 % en 2005. Une telle progression permettrait à l'économie de tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de l'an prochain. On prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence se chiffrera en moyenne à quelque 1 1/2 % durant le reste de l'année et qu'elle reviendra à la cible de 2 % avant la fin de 2005.

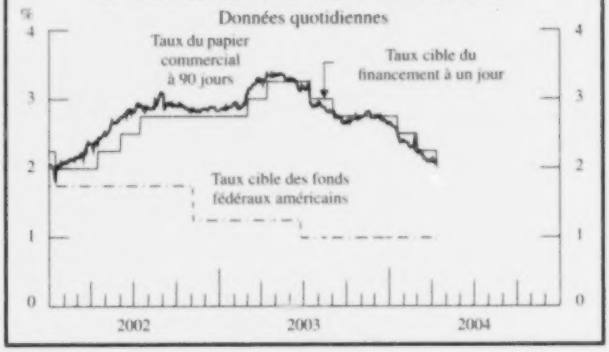
La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture mondiale demeure la principale source d'incertitude entachant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

L'évolution récente

Bien que la reprise de l'activité se soit généralisée à l'échelle internationale, l'économie canadienne a été secouée, au troisième trimestre de 2003, par certains chocs qui ont limité sa croissance à 1,3 % en rythme annuel, ce qui était sensiblement inférieur à nos projections. L'économie s'est redressée au quatrième trimestre, comme nous nous y attendions, affichant une hausse, en taux annualisé, de 3,8 %. Cependant, la demande intérieure finale a été légèrement plus modeste que prévu et la demande extérieure, un peu plus forte.

Le redressement observé en fin d'année a été soutenu par une relance des investissements en stocks. Par ailleurs, notre économie s'est un peu remise des chocs temporaires qui avaient restreint son activité antérieurement. L'amélioration des conditions financières et le raffermissement de la demande mondiale ont aussi contribué à cette reprise. Les exportations ont nettement rebondi au quatrième

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains

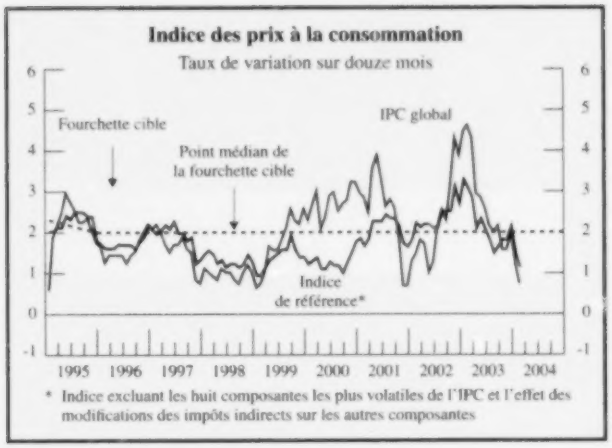


trimestre. Selon des indications préliminaires, l'expansion se serait tassée au cours des trois premiers mois de 2004.

Après s'être apprécié vis-à-vis de la devise américaine au début de l'année et s'être approché brièvement de 79 cents É.-U., le dollar canadien s'est négocié ces derniers temps dans une fourchette allant de 74 1/2 à 76 1/2 cents É.-U.

Malgré le fait que l'économie ait progressé à un rythme supérieur à celui de son potentiel au quatrième trimestre de 2003, il subsistait à la fin de l'année une offre excédentaire légèrement supérieure à ce que nous projetions il y a six mois. Et même si les estimations de la production potentielle sont encore plus incertaines maintenant qu'en temps normal, en raison du déplacement de l'activité requis par l'évolution de la conjoncture internationale, la Banque est d'avis que l'appareil de production fonctionne nettement en deçà des limites de sa capacité.

Comme prévu, l'inflation mesurée tant par l'IPC global que par l'indice de référence a chuté au début de 2004. Ce repli s'explique par la disparition de l'influence de facteurs ponctuels, dont la forte majoration antérieure des primes d'assurance automobile. De plus, l'appréciation du dollar canadien a fait baisser quelque peu les prix des aliments. La diminution de l'inflation mesurée par l'IPC global est également attribuable au recul des prix de l'essence et du mazout par rapport à leurs niveaux d'il y a un an, même si le pétrole a considérablement renchéri depuis octobre dernier.


Indice des prix à la consommation
Taux de variation sur douze mois
Fourchette cible
Point médian de la fourchette cible
IPC global
Indice de référence*
1995 1996 1997 1998 1999 2000 2001 2002 2003 2004
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Les perspectives en matière de croissance et d'inflation

Malgré des signes indiquant que la croissance au premier trimestre aurait été très légèrement inférieure au taux projeté, les prévisions de la Banque en matière d'expansion au pays n'ont pratiquement pas changé depuis la *Mise à jour* de janvier. L'activité devrait s'accélérer au second semestre de cette année et au début de 2005.

La situation à l'échelle internationale est très encourageante. Les perspectives d'une progression robuste de l'économie mondiale au cours des douze prochains mois environ se sont améliorées. La Banque estime que l'expansion aux États-Unis atteindra un rythme moyen d'environ 5 % en 2004 et de 4 1/2 % en 2005. De plus, une reprise durable pourrait être en cours au Japon. Si, à court terme, la croissance dans la zone euro demeure anémique, les prévisions s'éclaircissent au-delà de cet horizon. Du côté des pays à marché émergent, le pronostic est favorable, particulièrement en ce qui concerne la Chine et l'Inde. La vigueur de la demande mondiale devrait soutenir les exportations canadiennes et contribuer à maintenir les prix des produits de base à un niveau élevé.

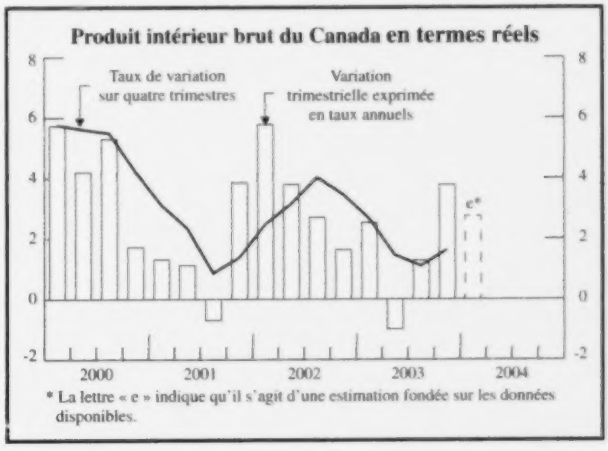
Bien que la conjoncture extérieure soit prometteuse à brève échéance, certains risques d'évolution à la baisse assombrissent le tableau, notamment à long terme. Le renchérissement du pétrole, s'il devait persister, pourrait tempérer les perspectives d'expansion, surtout aux États-Unis. Plus globalement, on ignore si les déséquilibres de la balance courante et les déficits budgétaires de bon nombre d'économies industrielles se résorberont sans nuire à la croissance.

La Banque prévoit que l'avance de l'économie canadienne proviendra principalement, en 2004 et 2005, de la demande intérieure privée, elle-même stimulée par la détente monétaire et la solide confiance des entreprises et des consommateurs. Le rythme d'expansion qu'affichent les agrégats monétaires cadre avec une accélération de la croissance économique.

Les résultats de la dernière enquête de la Banque auprès des entreprises, qui s'est achevée en mars, donnent à penser que ces dernières ont un peu plus confiance en leur capacité de s'adapter à l'appréciation du dollar canadien.

Les dépenses en investissement des entreprises devraient connaître une nette progression, grâce au raffermissement de la demande mondiale, aux prix élevés des produits de base, aux conditions financières favorables et à la diminution du coût des machines et du matériel importés.

Malgré un ralentissement vers la fin de 2003, la dépense des ménages devrait s'accroître à un bon rythme, à la faveur de l'essor projeté des revenus réels. On estime que les dépenses publiques augmenteront modérément en 2004 et 2005.


Produit intérieur brut du Canada en termes réels
Taux de variation sur quatre trimestres
Variation trimestrielle exprimée en taux annuels
e*
2000 2001 2002 2003 2004
* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

La forte demande étrangère devrait soutenir les exportations canadiennes cette année, même si la hausse de notre monnaie continuera de freiner leur progression et de stimuler les importations. Dans l'ensemble, les exportations nettes ne devraient pas concourir à la croissance en 2004 et 2005.

Tout bien considéré, la Banque prévoit que le taux d'expansion du PIB réel avoisinera 2 3/4 % en taux annualisé au premier semestre de l'année et qu'il atteindra environ 3 1/2 % au second semestre. Ainsi, il se chiffrerait à 2 3/4 % en moyenne annuelle pour 2004.

La croissance devrait culminer aux environs de 4 % au premier semestre de 2005 et s'établir à 3 3/4 % pour l'ensemble de l'année prochaine. Selon ce scénario, la marge de capacités excédentaires resterait essentiellement inchangée en 2004, mais l'économie devrait tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de 2005.

Comme l'offre demeurera excédentaire tout au long de 2004, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait être en moyenne de 1 1/2 % jusqu'à la fin de l'année. L'appréciation passée du dollar canadien est aussi susceptible de tirer légèrement vers le bas le taux d'accroissement de cet indice pendant le reste de 2004. Puis, à mesure que les capacités inutilisées s'amenuiseront, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait remonter à 2 % avant la fin de 2005. Le taux d'augmentation de l'IPC global dépendra pour une bonne part du comportement des cours du pétrole brut.

Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres*

	2004				2005	
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.
Indice de référence	**1,3** *(1,3)*	**1,4** *(1,6)*	**1,6** *(1,6)*	**1,6** *(1,6)*	**1,7** *(1,7)*	**1,9** *(1,9)*
IPC global	**0,9** *(0,9)*	**1,7** *(1,5)*	**1,7** *(1,5)*	**1,7** *(1,5)*	**1,6** *(1,4)*	**1,7** *(1,7)*
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril)						
WTI (niveau)	**35** *(33)*	**33** *(31)*	**32** *(30)*	**32** *(30)*	**32** *(28)*	**30** *(28)*

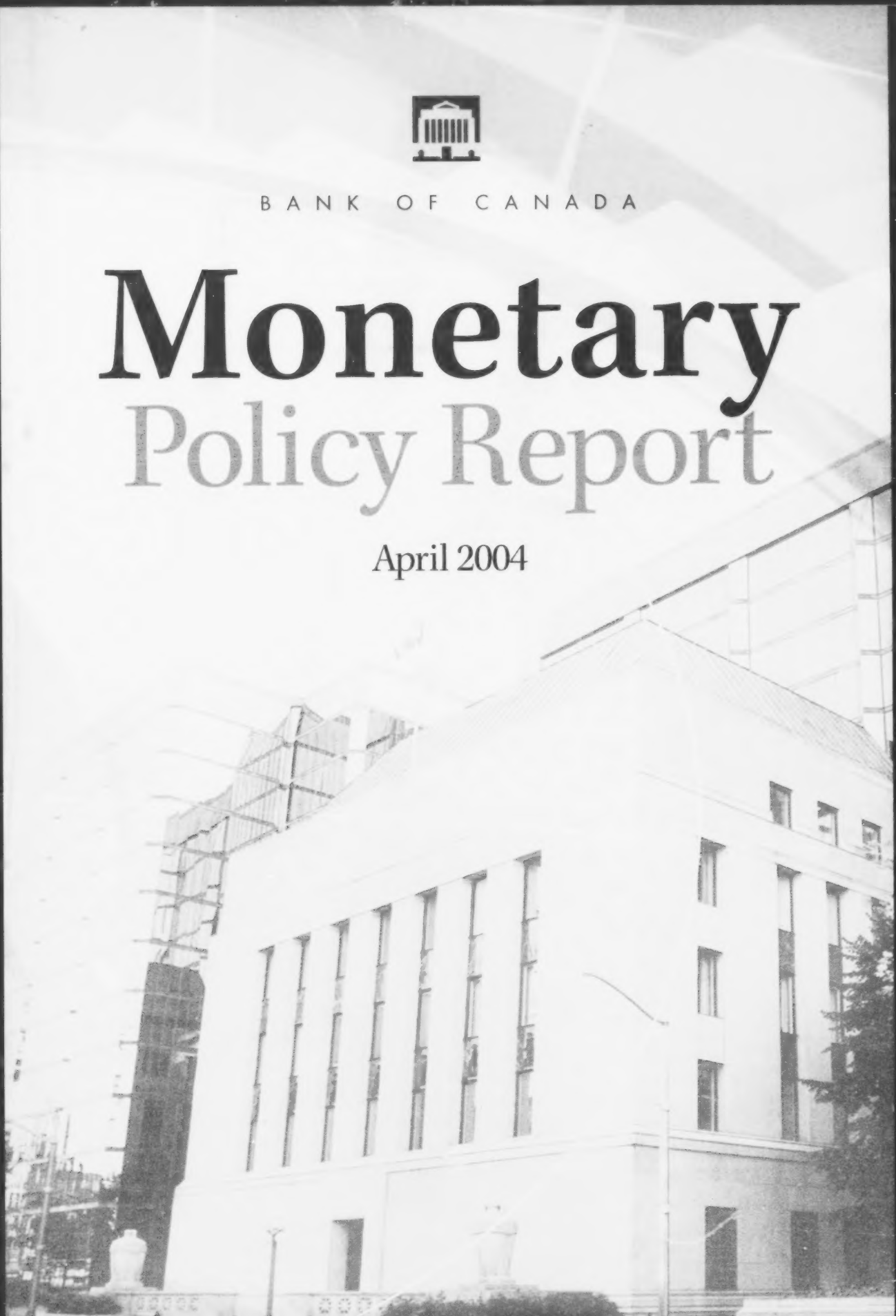
* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.
Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

BANK OF CANADA

Monetary Policy Report

April 2004



Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in output and employment.

The monetary policy instrument

- Announcements regarding the Bank's policy instrument—the target overnight interest rate—take place, under normal circumstances, on eight prespecified dates during the year.

- In setting a target for the overnight rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in policy rates is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing total CPI inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. That inflation-control target range was extended a number of times, most recently in May 2001, in this last case to the end of 2006. Monetary policy will continue to aim at keeping future inflation at the 2 per cent target midpoint of this range, both to maximize the likelihood that inflation stays within the target range and to increase the predictability of inflation over the longer term (Crawford 2001).

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of such volatile components as fruit and gasoline, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on a *core* measure of CPI inflation that excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. Core inflation also tends to be a better predictor of future changes in the total CPI than does the recent history of CPI inflation (Macklem 2001).

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

5207
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— April 2004 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada: David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay, and David Longworth.

The role of monetary policy is to facilitate adjustments by helping to sustain aggregate demand.

What does this mean? As always, it means that we will aim to return inflation to its 2 per cent target by trying to keep the economy operating as close as possible to its full production capacity. That is our constant goal. But it also means that we will be aware of the forces that are driving adjustments in the economy in the years ahead. We know that, with a stronger currency, the economy will have to rely more on domestic demand and less on foreign demand for ongoing, solid growth. We will take this into account as we set monetary policy.

David Dodge

Governor, Bank of Canada
11 February 2004

Contents

1. Overview 5

2. Recent Developments in Inflation 7

Inflation and the 2 per cent target 7
Factors at work on inflation 9

3. Financial Developments 20

4. The Outlook 23

International background 23
Aggregate demand and supply in Canada 25
Measures of inflation expectations 26
Implications of money growth for inflation 26
Inflation projection 28

Bibliography 29

Technical Boxes

1. Recent Trends in Export Volumes 11
2. Adjusting to Global Change: Sectoral Developments in Canada in 2003 14

1. Overview

The Canadian economy continues to adjust to developments in the global economy. These include stronger world demand, higher commodity prices, the realignment of world currencies—including the Canadian dollar—and the intensified competition, together with new trading opportunities, coming from emerging-market economies, such as China and India.

These developments require shifts in activity among sectors and create a need for adjustments by many businesses. Monetary policy is facilitating these adjustments by supporting aggregate demand, with the goal of keeping the economy near its full potential and inflation on target.

At the end of 2003, the Canadian economy was operating at a lower level than the Bank had projected in the October *Monetary Policy Report*. Although growth rebounded in the fourth quarter of last year, real GDP growth in the third quarter was weaker than had been expected, and there was a downward revision to GDP in the second quarter. This came about despite stronger global economic activity, particularly in the United States but also in Japan and other Asian economies, and strong increases in commodity prices. Preliminary indications are that growth in the first quarter of 2004 was marginally below 3 per cent at annual rates. As expected, core inflation has generally been below the Bank's 2 per cent target since the October *Report*.

Against this backdrop, the Bank lowered its key policy rate by a total of 75 basis points, reducing it by 25 basis points on each of the last three fixed announcement dates, to bring it to 2 per cent (Chart 1).

The Bank's outlook for economic growth and inflation in Canada is essentially unchanged from that of the January *Monetary Policy Report Update*. The Canadian economy is expected to grow at an annualized rate of about 2 3/4 per cent in 2004, picking up to about 3 3/4 per cent in 2005. Such growth would return the economy close to its production potential by the third quarter of next year. Core inflation is expected to average about 1 1/2 per cent for the rest of 2004 and to move back to the 2 per cent target by the end of next year.

The main uncertainty for the outlook continues to relate to how the Canadian economy adjusts to global developments. Overall, the risks to the outlook appear balanced.

Developments in the target for the overnight rate since the October *Report*:

2 Dec. — no change

20 Jan. — down 25 basis points to 2.5 per cent

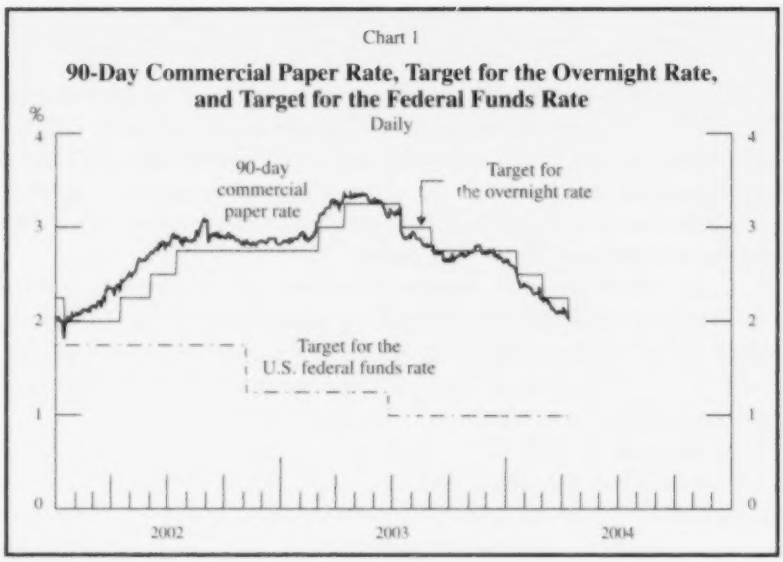
2 March — down 25 basis points to 2.25 per cent

13 April — down 25 basis points to 2 per cent

This report includes information received up to the fixed announcement date on 13 April 2004.

Chart 1

90-Day Commercial Paper Rate, Target for the Overnight Rate, and Target for the Federal Funds Rate



2. Recent Developments in Inflation

The core rate of inflation fell in early 2004, and in February was well below the Bank's 2 per cent inflation-control target. The rate of increase in the total CPI came down even more, reflecting reductions in the prices of gasoline and fuel oil from year-earlier levels.

Inflation and the 2 per cent target

Core inflation decreased in early 2004.

As expected at the time of the October *Report*, core CPI inflation fell in early 2004, as the effects of special factors came to an end (Chart 2).[1] Between August and December of 2003, the core rate averaged 1.8 per cent, and by February it had decreased to 1.1 per cent. Other measures of the trend rate of inflation that the Bank follows closely have also fallen and in February were close to the core rate (Chart 3).

Chart 2

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change

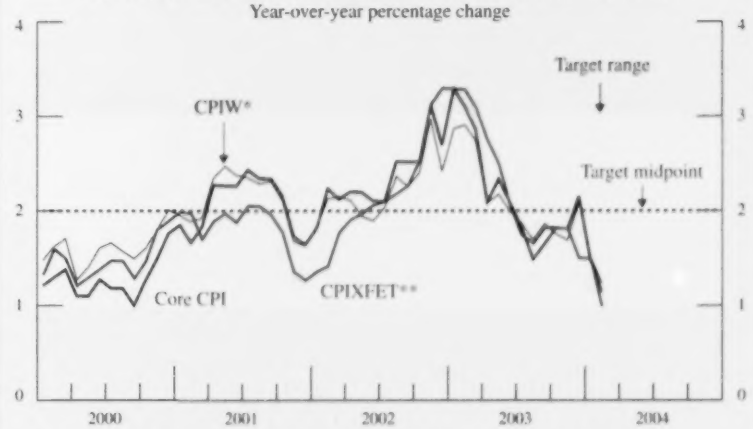
* CPI excluding the eight most volatile components and the effect of changes in indirect taxes on the remaining components

1. The core measure of inflation excludes the eight most volatile components of the CPI and adjusts the remaining components to remove the effect of changes in indirect taxes. The eight most volatile components are fruit, vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs.

Chart 3

Core CPI and Other Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

** CPIXFET excludes food, energy, and the effect of changes in indirect taxes.

A temporary jump in the core rate in December 2003 was the result of Ontario electricity rebates at the end of 2002. In January and February of 2004, the core rate of inflation moved lower, since the effects from some special factors had, for the most part, ended. In particular, the effect of past substantial increases in auto insurance premiums, which had boosted the year-over-year rate of increase in the core CPI for some time, diminished significantly. The rate of increase in the food component of the core CPI also came down early this year, partly reflecting the impact of the Canadian dollar's appreciation since early 2003. Core inflation is expected to settle around 1 1/2 per cent in the second quarter of 2004.

The rate of increase in the total CPI fell below 1 per cent in February.

The 12-month rate of increase in the total CPI was 0.7 per cent in February, down from 2.0 per cent in August. This drop relative to the core rate was chiefly due to reductions in the consumer prices of gasoline and fuel oil from their levels a year earlier, as well as a marked easing in the year-to-year increase in the consumer price of natural gas. The price of crude oil has strengthened considerably since mid-October, however, reflecting strong Asian demand and the impact of relatively severe winter weather conditions on North American stocks. As a result, the price of oil is currently well above that in the base-case assumption used in the last *Report*.

Factors at work on inflation

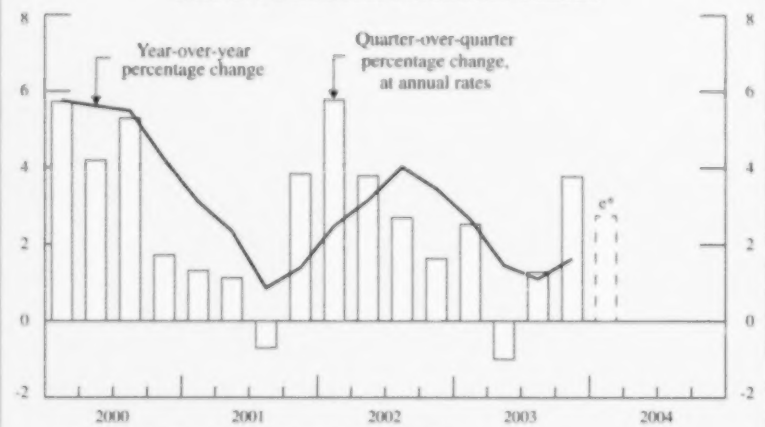
Aggregate demand

In the third quarter of 2003, economic growth in Canada was somewhat less than expected . . .

Canada's real GDP grew at an annual rate of 1.3 per cent in the third quarter of 2003, somewhat less than had been expected in the October *Report* (Chart 4). In the fourth quarter, economic growth picked up to an annual rate of 3.8 per cent, about the same as anticipated in the last *Report* and in the January *Update*, although final domestic demand was slightly weaker than expected and external demand was slightly stronger. Recent indicators for spending and activity suggest that economic growth will be about 2 3/4 per cent in the first quarter of 2004, marginally weaker than anticipated in the January *Update*.

Chart 4

Real Gross Domestic Product for Canada



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

. . . as manufacturers and retailers made inventory corrections.

Growth in the third quarter of 2003 was held back as manufacturers and retailers undertook sharp inventory corrections (Chart 5). Economic activity was also adversely affected by the August blackout in Ontario and by the closure of international borders to imports of Canadian cattle, beef, and related products after the discovery of one case of bovine spongiform encephalopathy (BSE) last May. At the same time, final domestic demand rose strongly. Business investment surged, and household spending rose substantially, reflecting continuing monetary stimulus, a high level of consumer confidence (Chart 6), and the effects of price discounting.

Chart 5

Contribution to Real GDP Growth

Percentage points, quarterly at an annual rate

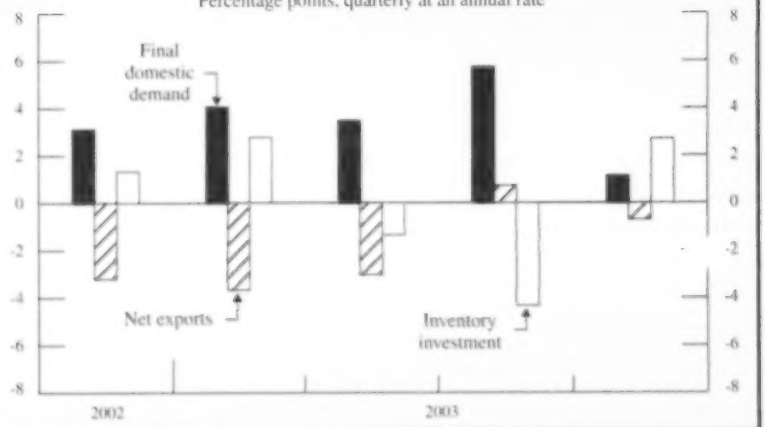


Chart 6

Consumer Confidence

* Source: Conference Board of Canada (last data point 2004Q1)

** Expenditures in constant dollars on consumer goods and services plus housing

Growth rebounded towards year-end, as expected.

A pickup in inventory investment, together with some recovery from the earlier unusual shocks, contributed importantly to the resurgence in growth towards year-end.[2] Exports also rebounded in the fourth quarter of 2003 as a result of the strengthening global economic recovery (Technical Box 1). However, imports increased

2. The discovery, near the end of last year, of a case of BSE in the United States in a cow that originated in Alberta resulted in an extension of the ban on imports of live cattle from Canada, thereby delaying further recovery in Canada's cattle industry.

Technical Box 1

Recent Trends in Export Volumes

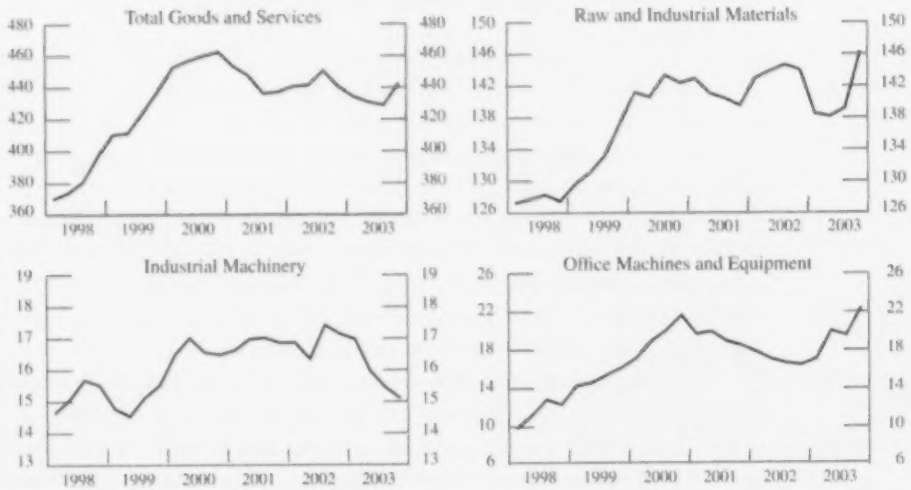
In sharp contrast to their rapid expansion through the second half of the 1990s and into 2000, exports of goods and services have been stagnant since early 2001, reflecting a number of developments. The U.S. recession and the uneven U.S. recovery until mid-2003 adversely affected export growth. Another important factor was the global collapse in demand for many types of capital goods, especially in the information and communications technology sector. There has also been pronounced weakness in the demand for aircraft and parts in the aftermath of 11 September 2001. Other developments have been the result of smaller and more temporary shocks: lower grain exports, because of poor harvests in 2001 and 2002; the BSE-related import ban on Canadian cattle and beef from late May 2003 onwards (which was partially lifted in late September 2003); and a sharp decline in the demand for travel and transportation services in the first half of 2003 because of the war with Iraq and the SARS outbreak.

Canada also appears to have lost market share for some products to foreign competition. In particular, exports of office machines and equipment declined relative to corresponding U.S. investment in 2001 and 2002, possibly reflecting more intense competition from low-cost emerging markets, as well as lower capacity utilization in the United States. More recently, the appreciation of the Canadian dollar appears to have exacerbated downward pressure on some exports, including industrial machinery.

Total exports rebounded late in 2003. This reflected a recovery from some of the previous shocks, as well as a rapid advance in exports of raw and industrial materials in response to the recovery in global industrial activity and commodity prices. The rebound was also seen in exports of office machines and equipment, supported by sharp growth in U.S. spending on these items. A recovery in exports of travel services in the second half of the year was consistent with the dissipation of earlier shocks, but because of an even larger increase in imports of travel services, perhaps reflecting the appreciation of the Canadian dollar, the travel balance worsened over this period.

Export Volume: Total and Selected Components

Billions of 1997 dollars, seasonally adjusted at annual rates

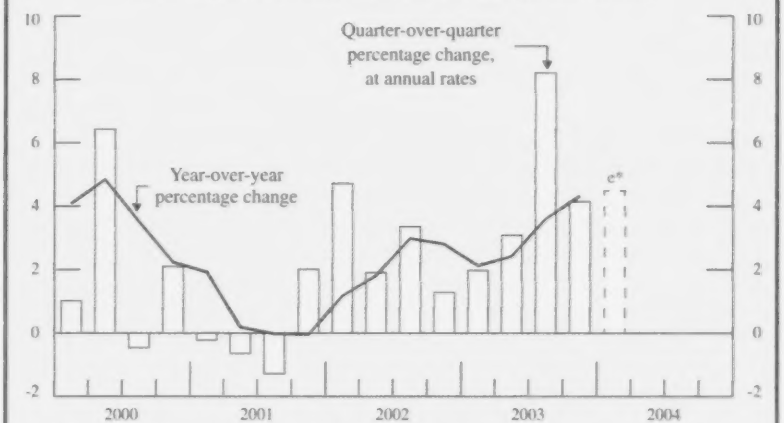


even more strongly, and growth in final domestic demand slowed from its rapid pace in the third quarter.

In the United States, an upswing in household spending on housing and consumption and in business spending on equipment and software led to strong growth of real GDP in the second half of 2003 (8.2 and 4.1 per cent in the third and fourth quarters, respectively). Based on preliminary information, additional household spending, strong business expenditures, and significant restocking of inventories should result in growth of about 4 1/2 per cent in the first quarter of 2004 (Chart 7).

Chart 7

Real Gross Domestic Product for the United States



* The letter "e" denotes estimate based on available indicators.

Adjusting to global change

Key global developments and the resulting rise in the Canadian dollar . . .

Among the key global developments affecting the Canadian economy in 2003 and early 2004 has been the marked realignment of world currencies, including the Canadian dollar. At the same time, there has been a significant strengthening in the pace of global economic growth, especially in the United States and in most Asian economies, and a rebound in world commodity prices. The growing presence of China and India on the global scene is also a factor at play. The implications of these global changes for the demand for Canadian products will require shifts in activity among sectors and significant adjustments by many firms.

. . . imply that economic growth in Canada will rely largely on domestic demand.

The rise in the Canadian dollar implies that economic growth in Canada will rely largely on domestic demand. Indeed, economic activity in the last quarter of 2003 and in early 2004 appears to have been held back by the impact of the Canadian dollar's appreciation on real net exports. In addition, there are likely to be

shifts in activity towards the export of commodities and away from the export of highly manufactured products. Moreover, some Canadian exporters are likely to shift towards markets in countries whose currencies have appreciated significantly in relation to the U.S. dollar. The reduction in the cost of machinery and equipment imported from the United States should help boost capital spending and improve Canadian productivity. Finally, firms will develop new supply chains and new niches for their own products and services in response to changing global markets.

Some of the economic adjustments in Canada caused by the key global changes became evident in 2003, although most of these shifts in activity across sectors are still to come. While overall corporate profitability remained high through 2003, profits have tended to weaken in those sectors with high exposure to international competition (Technical Box 2). Output growth was also stronger, and employment tended to rise, on average, in those industries producing commodities or having low exposure to foreign competition.

Many firms adversely affected by the rise in the Canadian dollar have already initiated measures to alleviate its impact.

The Bank's most recent industry survey, completed in March, provides further evidence that changes in response to global developments have begun.[3] Firms seemed somewhat more confident in their ability to adjust to the appreciation of the Canadian dollar. Many adversely affected firms have initiated measures to alleviate the impact of the higher dollar, chiefly through cost-cutting measures and improvements to productivity. In contrast, businesses favourably affected by the higher value of the dollar (mainly through lower costs for imported inputs) have responded, in some cases, by reducing their selling prices in Canada, although many used the opportunity to improve their profit margins. Companies that were adversely affected by the rise in the Canadian dollar were generally as optimistic as other firms regarding prospects for improved sales growth, but were markedly less sanguine about their hiring and investment intentions.

Estimated pressures on capacity

The level of economic activity in Canada has been below potential since the second quarter of 2003.

Estimates of the Bank's conventional measures of potential output and the output gap suggest that the level of economic activity has been below potential since the second quarter of 2003 (Chart 8). While the output gap decreased somewhat in the fourth quarter, significant excess supply remains. With a downward revision to Canadian GDP data in the second quarter of 2003 and

3. The Bank of Canada's survey of businesses regarding their adjustment to the appreciation of the Canadian dollar is available on the Bank's Web site at <http://www.bankofcanada.ca/en/mpr/pdf/survey/mpr_survey0404.pdf>.

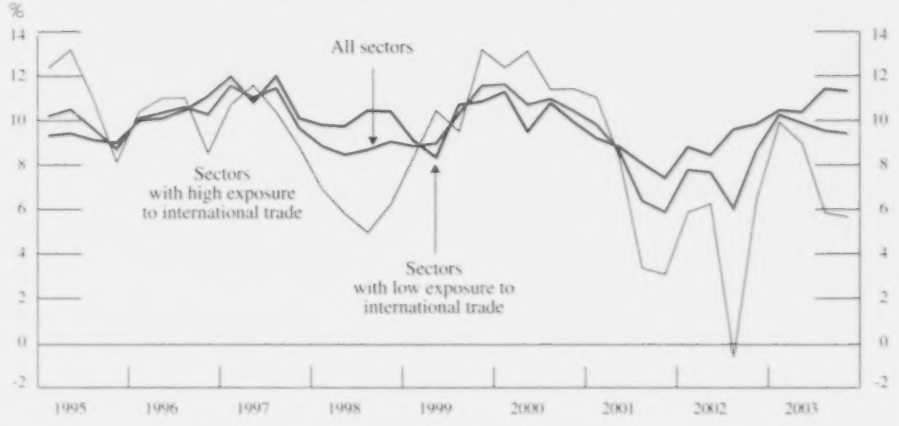
Technical Box 2

Adjusting to Global Change: Sectoral Developments in Canada in 2003

In 2003, changes in profitability and output differed widely among various sectors in Canada. This reflected several factors linked to the adjustment to global change. The higher Canadian dollar, the strengthening global economy, the associated rise in world commodity prices, and the continuing growth and integration of such major emerging-market economies as China and India have had markedly different effects on different sectors of the Canadian economy. Shifts in profitability and activity among sectors also initiated major changes in the sectoral distribution of employment.

Firms in sectors where prices are determined in world markets (and denominated in U.S. dollars) and which made limited use of hedging, quickly felt the impact of the dollar's appreciation on profitability. Indeed, while aggregate profitability remained high in 2003, the average rate of return on equity in those sectors with a relatively high, positive exposure to international trade worsened markedly in the second half of 2003.[1] The reduction in profitability was particularly pronounced in industries producing non-electrical machinery, clothing, and textiles. The rise in profitability over the past year was concentrated in sectors with a low or negative net exposure to international trade (such as wholesale and retail trade and the financial sector).

Rate of Return on Equity for Selected Sectors



1. Net exposure to international trade is calculated by adding the proportion of production that is exported and the share of imports in domestic consumption, and subtracting the share of imported inputs in production, as in Dion (1999–2000). For instance, sectors that are highly export oriented or highly exposed to import competition would be said to be more positively exposed to international trade.

Technical Box 2 (continued)

All else being equal, a rise in the Canadian dollar would be expected to reduce the external demand for Canadian-produced goods and services. Indeed, over the past year, output growth in sectors highly exposed to international trade was somewhat lower than output growth in the rest of the business sector. Output fell sharply in the non-electrical machinery, clothing, and textile manufacturing industries. At the same time, in a number of these industries, the global economic recovery offset some of the adverse impact on overall demand for their products. For instance, output rose strongly in mining, primary metals manufacturing, and electronics and computer manufacturing over the past year. Strong growth in Canada's final domestic demand during the past year also boosted activity in several sectors with a low exposure to international trade, such as printing and publishing, construction, and wholesale trade.

The prolonged weakness in profitability for many firms in the industries with a high, positive exposure to international trade caused many of them to begin adjusting their operations in 2003. Employment in most of these industries fell back noticeably last year, while employment rose substantially in various sectors with a low exposure to international trade, such as construction; wholesale and retail trade; and finance, insurance, and real estate.

Changes in Sectoral Activity through 2003
Year-over-year percentage change

Sector	Share of total GDP	Real GDP growth	Employment growth
Aggregate business	81.0	+1.9	+1.4
High exposure to international trade or competition	19.2	+0.9	-1.9
Of which:			
Mineral fuels	2.2	+1.9	+7.7
Non-energy, non-farm commodity based	7.2	+2.7	-0.8
Other high-exposure sectors	9.8	-0.6	-2.4
Low exposure to international trade[a]	61.8	+2.2	+1.9

a. Includes sectors that are exposed as net importers

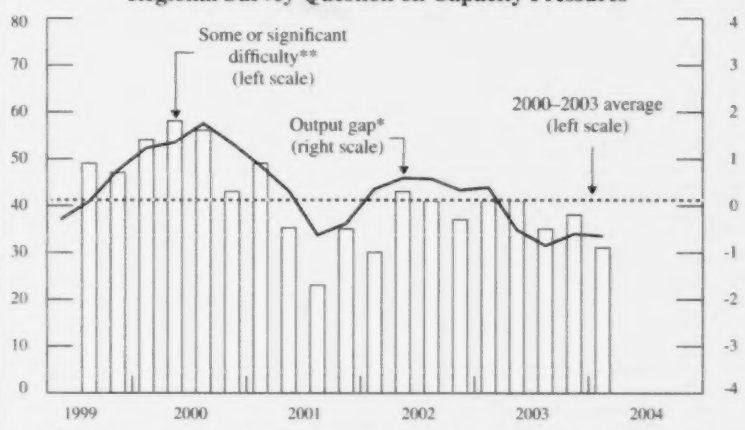
lower-than-expected growth in the second half of that year, the estimated output gap at year-end was somewhat larger than projected in the last *Report*.

Several indicators are consistent with the view that economic slack has opened up since early 2003. In the most recent survey conducted by the Bank's regional offices, the proportion of firms reporting pressures on capacity has decreased relative to indications at the beginning of 2003. As well, core inflation has moved below the 2 per cent target. On the other hand, capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the fourth quarter of 2003 was, on balance, largely unchanged from levels early in the year, and about the same as its 2000–2003 average.

Based on an analysis of all the indicators of capacity pressures, the Bank judges that there is currently more excess supply in the Canadian economy than indicated by its conventional measure. However, there is more uncertainty than usual around estimates of the output gap, because it is harder to pin down effective capacity in times of demand-driven shifts in sectoral activity.

Chart 8

Estimated Output Gap and Response to Regional Survey Question on Capacity Pressures



* Difference between actual output and estimated potential output. Note that the estimate for the first quarter of 2004 is based on a projected rise in output of 2 3/4 per cent (at annual rates) for the quarter.

** Percentage of firms indicating that they would have either some or significant difficulty meeting an unanticipated increase in demand/sales

Cost control and output prices

Unit labour costs in the fourth quarter of 2003 were virtually unchanged from year-earlier levels.

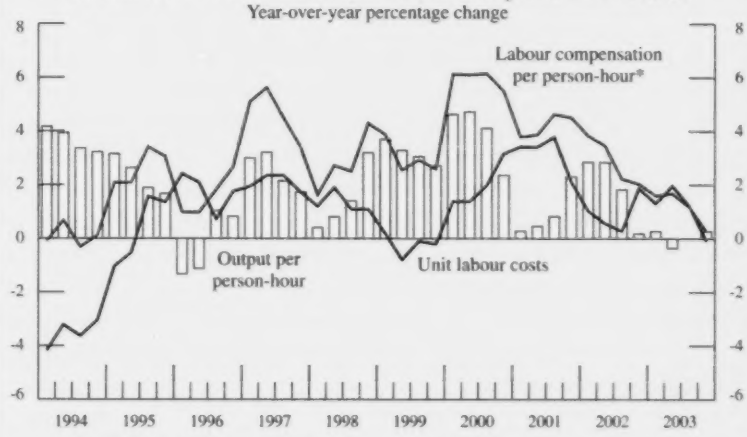
Unit labour costs in the business sector in the fourth quarter of 2003 were virtually unchanged from year-earlier levels, even though there was only a small rise in productivity over the past year (Chart 9). This resulted from the fact that hourly labour compensation in the business sector was little changed between the fourth quarter of 2002 and the fourth quarter of 2003. This weakness in the rate of increase of compensation was particularly pronounced in sectors adversely affected by the series of unusual shocks that hit the Canadian economy in 2003 and is therefore likely to prove temporary. Indeed, the underlying rate of increase in wages, based on such measures as the average hourly earnings of permanent workers, seems to have moved up to about 2 3/4 per cent since mid-2003 (Chart 10).[4]

The underlying increase in wages is about 2 3/4 per cent.

Chart 9

Unit Labour Costs and Labour Productivity: Business Sector

Year-over-year percentage change



* Labour compensation includes the labour income of paid workers, plus imputed labour income for self-employed workers.

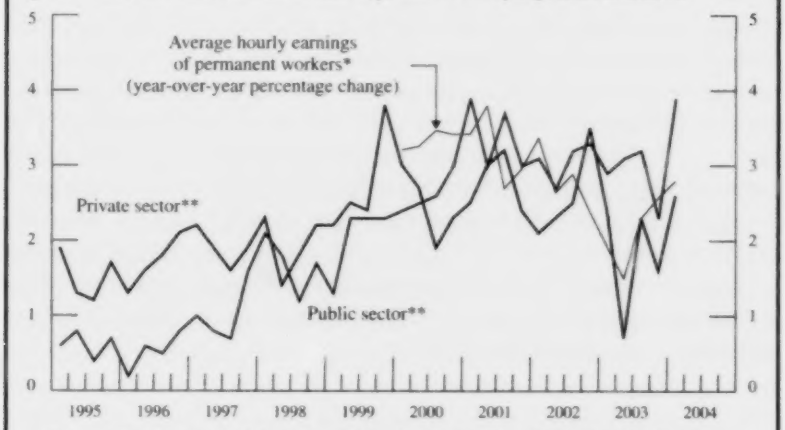
Source: Statistics Canada *Daily*

4. The average annual wage increase negotiated in the public sector in January 2004 was relatively high, but the number of employees covered by the new contracts was much lower than usual.

Chart 10

Wage Settlements and Average Hourly Earnings

Effective annual increase in base wage rates for newly negotiated settlements



* Source: Statistics Canada, *Labour Force Information*, last data point plotted, March 2004
** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted, January 2004

The substantial year-over-year increases in the global prices of Canada's commodity exports during 2003 pushed the annual rise in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) above the core rate of inflation last year (Chart 11). The prices of non-energy commodities have risen further since the end of 2003 (Chart 12). Strong Asian demand has helped maintain the prices of both metals and grains at high levels. At the same time, expectations of continued strong demand for housing in North America for 2004 and a desire by U.S. lumber wholesalers to restore inventories to more normal levels contributed to a sharp rise in lumber prices.

Chart 11

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change

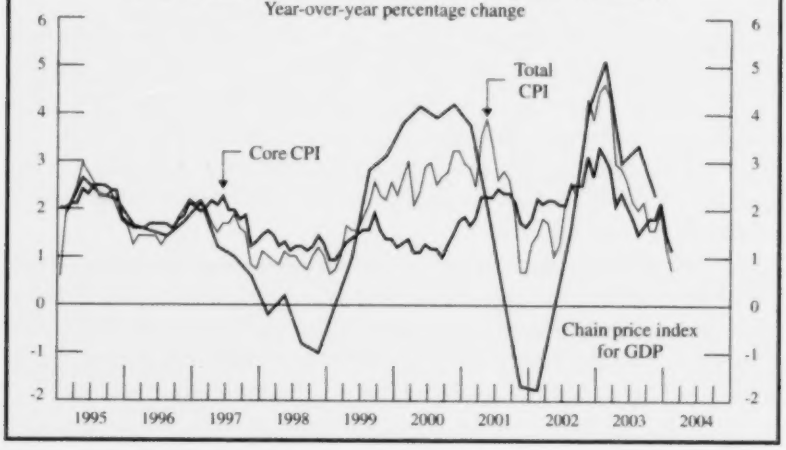
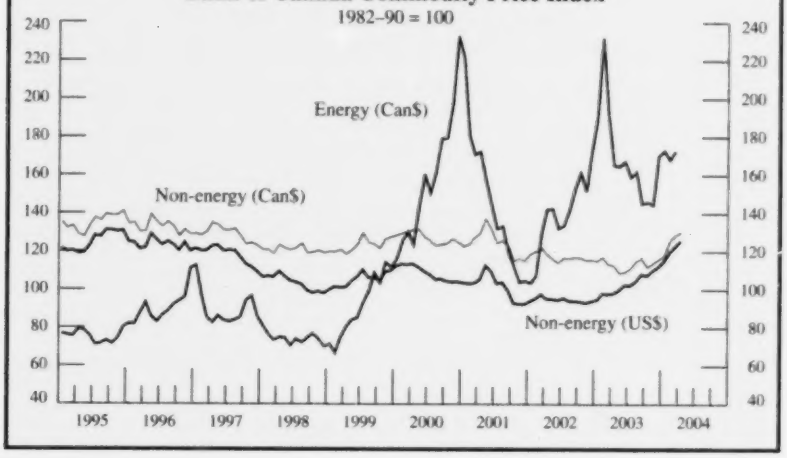


Chart 12

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100



3. Financial Developments

Financial conditions have continued to improve.

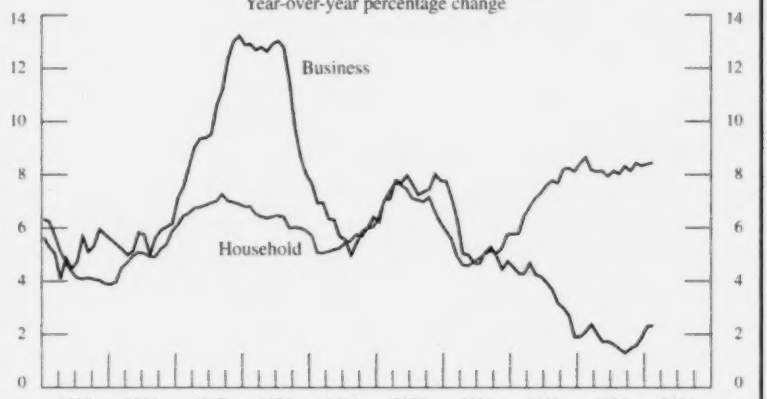
Financial conditions in Canada, as in the rest of the world generally, have continued the improvement noted in the October *Report*. Stock markets have strengthened further, corporate bond spreads are narrower, and the yield curve has shifted down. The financial situations and profitability of banks in Canada remain healthy—a positive sign for future credit conditions—and there is an abundance of liquidity.

Credit demand by non-financial businesses picked up in the past few months but remains modest, since growth in earnings has allowed businesses to finance most of their investment needs with internal funds (Chart 13). Longer-term business credit, buoyed by the strong issuance of bonds and the income-trust component of equities, has grown at a solid pace, but short-term credit remains below levels of a year ago.

Chart 13

Business and Household Credit

Year-over-year percentage change



Household credit is still expanding at a rapid pace, reflecting consumer spending and activity in the housing market. Low interest rates have held debt-service ratios at low levels, and rising house prices have supported household balance sheets. This suggests that household finances should not be a drag on economic growth in the period ahead.

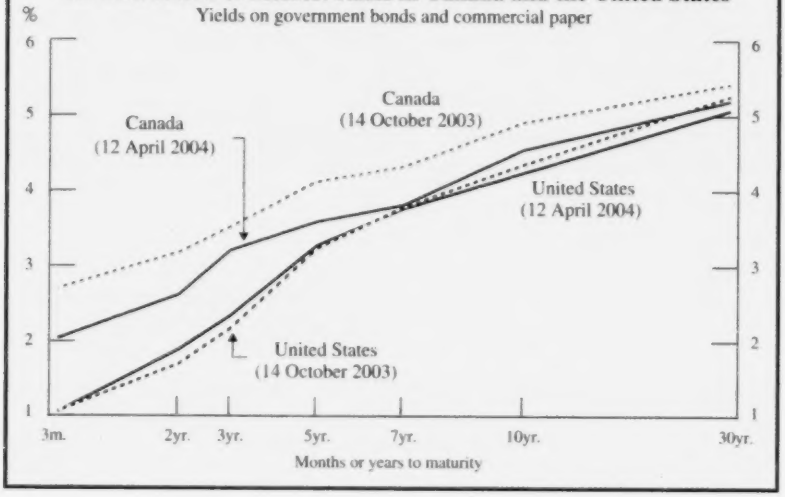
The yield curve in Canada has shifted down since the October *Report*. At shorter maturities, this movement reflected both the actual and anticipated lowering of policy rates.

Yield spreads between Canadian and U.S. bonds at shorter maturities narrowed sharply in the period between October and February, as interest rates fell in Canada while yields on U.S. Treasuries remained fairly stable (Chart 14). This narrowing in spreads was particularly pronounced for 2-year maturities. Since February, spreads have remained relatively stable.

Chart 14

Term Structure of Interest Rates in Canada and the United States

Yields on government bonds and commercial paper



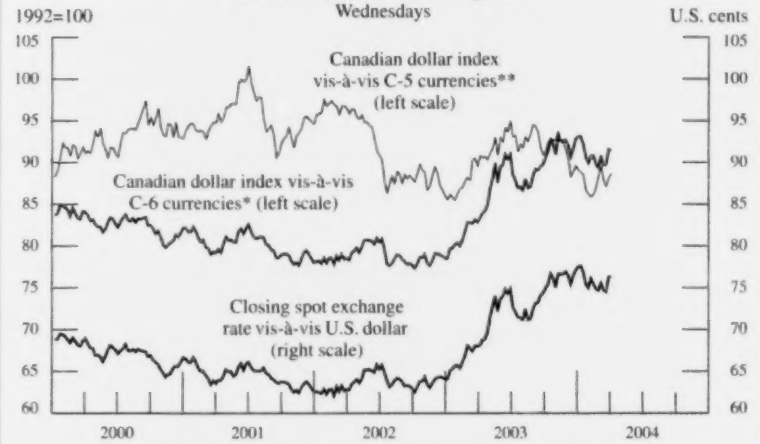
The period from October to January saw broad-based weakness in the U.S. dollar relative to most currencies. In this context, the Canadian dollar touched a 10-year high of 78.86 cents U.S. in early January (Chart 15). Since then, many currencies, including the Canadian dollar, have traded in fairly wide but more stable ranges. The Canadian dollar traded in a range of 74 1/2 to 76 1/2 cents U.S., similar to the level at the time of the October *Report*.

The Canadian dollar has traded in a wide but stable range since October.

Chart 15

Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays



* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc

** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

4. THE OUTLOOK

International background

The global economic recovery is gaining momentum . . .

The recovery in global economic activity is broadening and gaining momentum. This is reflected in both official and private sector forecasts. This recovery is strongly supported by expansionary fiscal and monetary policies in many countries. It is also being driven by the continuing integration into the world economy of major emerging-market economies such as China and India. Indeed, the contribution of China and newly industrialized Asian economies to projected world economic growth is larger than that of the United States (see Table 1).

Short-term prospects for strong growth in the United States have improved. The Bank expects to see growth of about 5 per cent in 2004 and 4 1/2 per cent in 2005. The main drivers of U.S. growth will be robust investment and consumer spending. Firms are expected to plow back their profits to meet anticipated demand and replenish their inventories. And households will benefit from tax rebates and projected employment gains. However, should they persist, high oil prices would dampen U.S. growth prospects over the next two years.

Table 1
Global Growth Projections[a]

	Share of real global GDP[b] (per cent)	Projected growth (per cent)			Contribution to global economic growth (percentage points)		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005
United States	21	3.1	5.0	4.5	**0.65**	**1.05**	**0.95**
European Union	20	0.7	1.8	2.5	**0.14**	**0.36**	**0.50**
Japan	7	2.7	3.2	2.2	**0.19**	**0.22**	**0.15**
China and Asian NIEs[c]	16	6.2	6.9	6.4	**0.99**	**1.10**	**1.02**
Others	36	3.0	4.3	4.0	**1.08**	**1.55**	**1.44**
World	100	3.1	4.3	4.1	3.1	4.3	4.1

a. Source: Bank of Canada projections for the United States, Japan, and the European Union. Forecasts for other regions were calculated from Consensus Economics (8 March and 5 April 2004).

b. GDP shares are based on the purchasing-power-parity valuation of country GDPs for 2002. Source: IMF, WEO Database, September 2003.

c. NIEs are newly industrialized economies. These include Hong Kong (Special Administrative Region), Taiwan (Province of China), Korea, and Singapore.

Although much remains to be done in terms of economic and financial reform, a sustained recovery in Japan may be in progress boosted by strong exports and investment. While prospects appear to be improving in the euro area, the near-term outlook remains subdued. In contrast, the U.K. economy is operating at close to full capacity. Among emerging markets, growth prospects for China and India are very favourable.

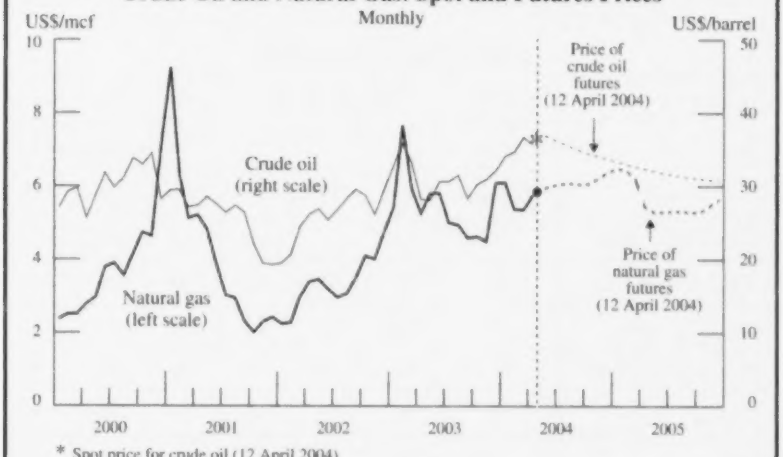
While the short-term outlook is clearly more positive, risks and uncertainties remain as we look further out. It is unclear, for example, whether the large fiscal and current account imbalances in many major economies will be resolved in a way that maintains growth.

. . . supporting the prices of non-energy commodities.

The expected strong economic expansion, especially in various Asian economies, should continue to support the price of non-energy commodities over the remainder of 2004 and through 2005. With regard to crude oil, the Bank's base-case scenario assumes that prices will ease to about US$32 per barrel by the middle of this year and remain there through mid-2005. Natural gas prices are expected to stay near their current high levels throughout 2004. These assumptions, based on current futures prices, are significantly above the levels of six months ago (Chart 16).

Chart 16

Crude Oil and Natural Gas: Spot and Futures Prices



* Spot price for crude oil (12 April 2004)
• Spot price for natural gas (12 April 2004)
Source: Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

Aggregate demand and supply in Canada

Economic growth in Canada will come mainly from private domestic demand.

Economic growth in Canada in 2004 and 2005 is expected to come primarily from private domestic demand, supported by the degree of monetary stimulus and high levels of business and consumer confidence. The expanding global economy and the resulting high level of commodity prices, the contribution of the higher Canadian dollar to reduced costs of imported machinery and equipment, and favourable financial conditions should all lead to robust growth in capital expenditures by businesses. And, despite some softening towards the end of 2003, household spending is still expected to grow solidly, with additional support from projected stronger gains in real incomes. Spending on goods and services by all levels of government is projected to rise moderately during this period.

Canadian exports are expected to receive continued support from further strong gains in U.S. and global economic activity. Nonetheless, the lower value of the U.S. dollar is expected to hold back the growth of Canada's exports and boost imports. Indeed, net exports are not expected to contribute to growth in 2004 and 2005 (Table 2).

Table 2
Contributions to Average Annual Real GDP Growth
Percentage points

	2003	2004	2005
Consumption	1.9	1.3	2.1
Housing	0.4	0.3	0.1
Government	0.7	0.5	0.7
Business fixed investment	0.4	0.7	0.9
Subtotal: Final domestic demand	*3.4*	*2.8*	*3.8*
Exports	-0.8	2.1	2.1
Imports	-1.4	-2.1	-2.2
Subtotal: Net exports	*-2.2*	*0*	*-0.1*
Inventories	0.5	-0.1	0.1
GDP	1.7	2.7	3.8

Growth is expected to strengthen this year and next . . .

The Bank's base-case outlook now projects real GDP growth, on an average annual basis, of about 2 3/4 per cent in 2004, picking up to about 3 3/4 per cent in 2005. While lower than that given in the October *Report*, the projection for 2004 is the same as that in the January *Update*. This projection for 2004 is also very close to the most recent average private sector forecast, while the Bank's growth projection for 2005 is slightly higher than the latest consensus outlook.

. . . with the economy operating near potential by the third quarter of 2005.

The Bank's projection assumes real GDP growth of about 2 3/4 per cent, at an annual rate, in the first half of 2004. This is expected to move up to about 3 1/2 per cent in the second half of this year and to peak around 4 per cent in the first half of 2005. This outlook for growth would imply little change in the output gap by the end of 2004, but by the third quarter of 2005 the economy should be operating near potential.

The main uncertainty for the outlook continues to relate to how the Canadian economy adjusts to global developments. Overall, the risks to the outlook appear balanced.

Measures of inflation expectations

Most measures of inflation expectations have changed little since mid-October.

Most indicators of inflation expectations that the Bank follows have remained largely unchanged since mid-October, and many of the key medium- and longer-term measures remain close to 2 per cent. In the Conference Board of Canada's regular survey, reported in the winter issue of *Index of Business Confidence*, 84 per cent of respondents expected prices, in general, to rise over the next six months at a rate of 2 per cent or less, little changed from last autumn. As well, almost all firms in the Bank's latest regional survey expected CPI inflation to be within a range of 1 to 3 per cent, on average, over the next two years. Although the average private sector forecast for total CPI inflation in 2004 has edged down further to 1.4 per cent, the inflation forecast for 2005 is just under 2 per cent. Typical forecasts of longer-term inflation also remain very close to 2 per cent.

Implications of money growth for inflation

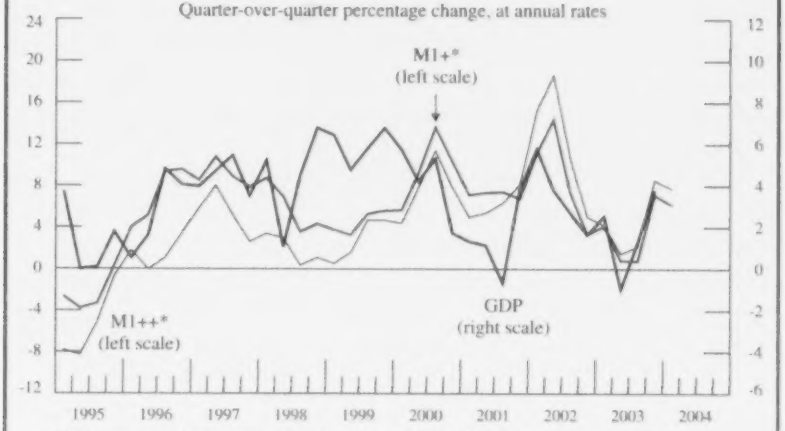
Growth in narrow money is consistent with the near-term outlook . . .

Growth in the narrow money aggregates—M1+, M1++—has strengthened since the last *Report*, partly in response to the low interest rate environment. This robust growth is widespread across both household and business deposits. This is consistent with the near-term outlook and with the recent pickup in output growth (Chart 17).

Chart 17

Growth of Real GDP and M1+ and M1++

Quarter-over-quarter percentage change, at annual rates



* Two-quarter moving average of growth of M1+ or M1++ (deflated by core CPI), lagged one quarter

Chart 18

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change

The growth rate of the broad money aggregate, M2++, has risen somewhat since the last *Report* from relatively low levels (Chart 18). This upswing largely reflects the strong growth in narrow money. Also contributing was a shift back into equity-based mutual funds from other assets, reversing the trend of the past few months. Despite this recent pickup, continued weak growth in M2++ points to a downside risk for inflation.

. . . while weak growth in M2++ points to a downside risk for inflation.

Inflation projection

Core inflation is expected to remain around 1 1/2 per cent through 2004 . . .

The slack in product and labour markets is expected to keep inflation below longer-term expectations until mid-2005. This effect should gradually diminish, however, as the output gap closes. The rise in the Canadian dollar since early 2003 is also likely to continue to put a limited amount of downward pressure on the core rate over the remainder of 2004.

. . . before moving back to about 2 per cent by the end of 2005.

The core rate of inflation is expected to stay around 1 1/2 per cent through 2004, before gradually moving back to the 2 per cent target by the end of 2005 (Table 3).[5]

Table 3
Projection for Core and Total CPI Inflation
Year-over-year percentage change*

	2004				2005	
	Q1	Q2	Q3	Q4	H1	H2
Core inflation	**1.3** *(1.3)*	**1.4** *(1.6)*	**1.6** *(1.6)*	**1.6** *(1.6)*	**1.7** *(1.7)*	**1.9** *(1.9)*
Total CPI	**0.9** *(0.9)*	**1.7** *(1.5)*	**1.7** *(1.5)*	**1.7** *(1.5)*	**1.6** *(1.4)*	**1.7** *(1.7)*
Assumption for the Price of West Texas Intermediate Crude Oil (US$ per barrel)						
WTI (level)	**35** *(33)*	**33** *(31)*	**32** *(30)*	**32** *(30)*	**32** *(28)*	**30** *(28)*

* Figures in parentheses are from the January *Monetary Policy Report Update*.

Total CPI inflation is projected to stay near the core rate after mid-2004.

The outlook for the 12-month rate of increase in the total CPI is critically affected by developments in the markets for crude oil (Chart 16). With the substantial rise in the price of crude oil in recent months, total CPI inflation is expected to move somewhat above the core rate of inflation in the second quarter of 2004. If the WTI price of oil eases to about US$32 per barrel by mid-2004 and to US$30 per barrel by the second half of 2005, as suggested by futures prices, total CPI inflation should fall slightly below core inflation in 2005.

5. In April 2004, the 12-month rate of increase in the core CPI is expected to rise temporarily, given that a second rebate on Ontario electricity prices lowered the level of the core CPI in April 2003.

BIBLIOGRAPHY

Bank of Canada. 1991. "Targets for reducing inflation: Announcements and background material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991. "Targets for reducing inflation: Further operational and measurement considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 2001. "Joint Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on the Renewal of the Inflation-Control Target." Press Release (17 May 2001) and Background Information. Reprinted in *Bank of Canada Review* (Summer): 57–67.

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 2004. *Index of Business Confidence* (Winter).

_____. 2004. *Index of Consumer Confidence* (March).

Consensus Economics Inc. 2004. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Crawford, A. 2001. "Predictability of Average Inflation over Long Time Horizons." *Bank of Canada Review* (Autumn): 13–20.

Dion, R. 1999–2000. "Trends in Canada's Merchandise Trade." *Bank of Canada Review* (Winter): 29–41.

Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3–12.

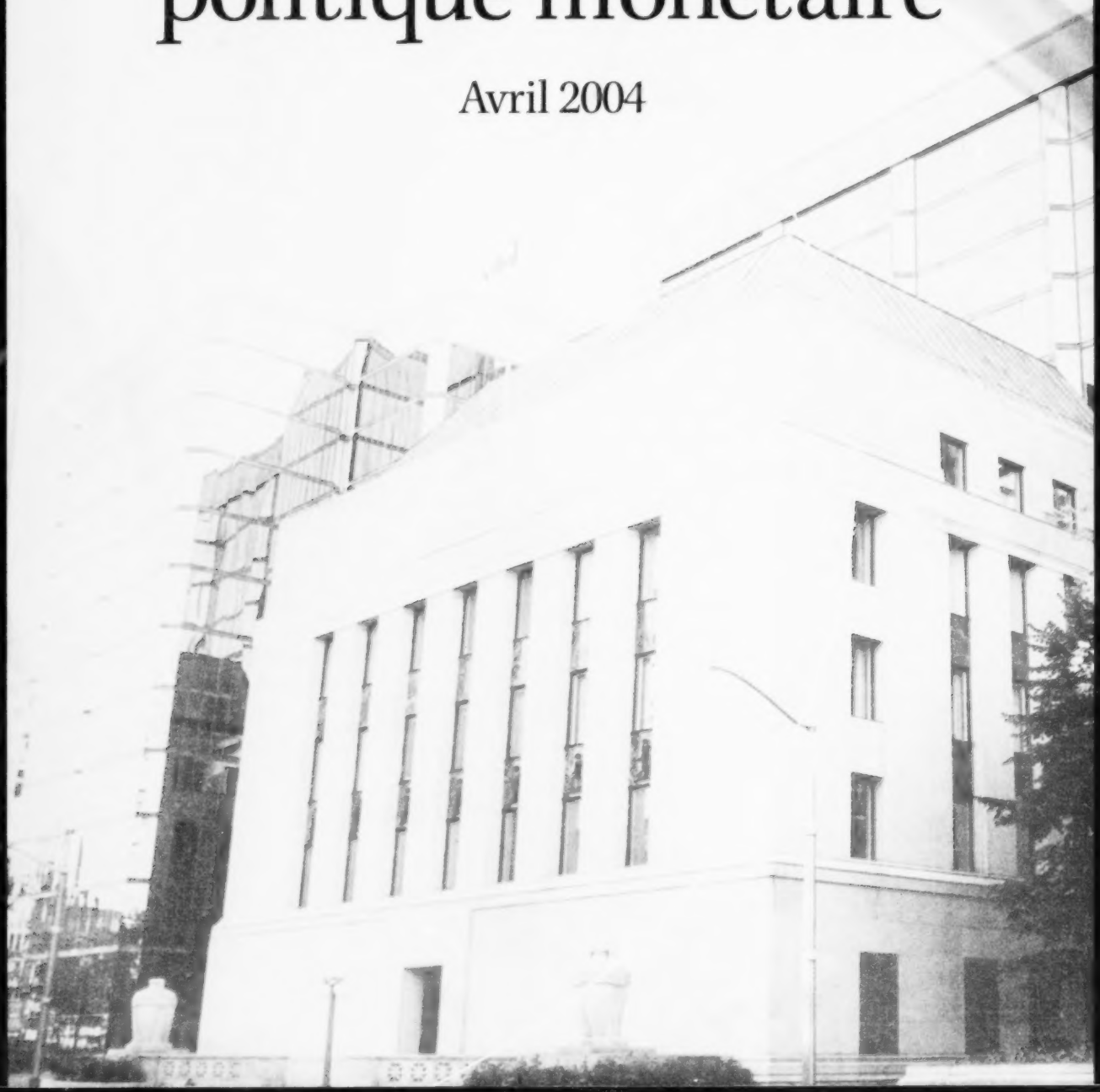
The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in April and October. Regular *Updates* are published in July and January. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting Publications Distribution, Communications Department, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Avril 2004



La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques de la production et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- Des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque, à savoir le taux cible du financement à un jour, sont effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant une cible pour le taux du financement à un jour, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des taux directeurs sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener le taux d'augmentation de l'IPC global au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. Cette fourchette cible de maîtrise de l'inflation a été reconduite à quelques reprises, la dernière fois en mai 2001, lorsqu'il a été décidé d'en prolonger l'application jusqu'à la fin de 2006. La politique monétaire continuera donc d'être axée sur le maintien du taux d'inflation à 2 %, soit le point médian de la fourchette, afin de maximiser la probabilité que l'inflation demeure à l'intérieur de celle-ci et d'accroître la prévisibilité de l'inflation à long terme (Crawford, 2001).

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur un indice qui mesure l'inflation fondamentale — appelé *indice de référence* — en excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Cet indice est généralement un meilleur indicateur des mouvements futurs de l'IPC global que ne le sont les variations passées de l'IPC (Macklem, 2001).

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

5207
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— Avril 2004 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de David Dodge, Paul Jenkins, Sheryl Kennedy, Pierre Duguay et David Longworth.

Le rôle de la politique monétaire est de faciliter les ajustements en contribuant à soutenir la demande globale.

Qu'entendons-nous par là? Comme toujours, cela signifie que nous tenterons de ramener l'inflation à la cible de 2 % en nous efforçant de faire tourner l'économie aussi près que possible des limites de sa capacité. C'est le but que nous poursuivons en permanence. Mais nous devrons aussi surveiller les facteurs qui donneront lieu à des ajustements économiques au cours des prochaines années. Dans un contexte d'appréciation du dollar canadien, nous savons que l'économie devra moins s'appuyer sur la demande étrangère et s'en remettre davantage à la demande intérieure afin d'afficher une croissance vigoureuse et continue. Nous tiendrons compte de cet aspect dans la formulation de la politique monétaire.

David Dodge

Gouverneur, Banque du Canada
11 février 2004

TABLE DES MATIÈRES

1. Vue d'ensemble 5

2. L'évolution récente de l'inflation 7

L'inflation et la cible de 2 % 7
Les facteurs qui influent sur l'inflation 9

3. L'évolution financière 20

4. Les perspectives 23

La conjoncture internationale 23
La demande et l'offre globales au Canada 25
La mesure des attentes relatives à l'inflation 26
L'incidence de l'expansion monétaire sur l'inflation 27
Les prévisions relatives à l'inflation 28

Bibliographie 30

Notes techniques

1. Les tendances récentes du volume des exportations 11
2. L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale : évolution sectorielle en 2003 14

1. VUE D'ENSEMBLE

L'économie canadienne continue de s'ajuster à l'évolution de la conjoncture internationale, notamment au raffermissement de la demande mondiale, au renchérissement des produits de base, au réalignement des monnaies (y compris du dollar canadien) ainsi qu'à la concurrence plus vive que livrent les pays à marché émergent, en particulier la Chine et l'Inde, et aux nouveaux débouchés qu'ils offrent.

Ces changements exigent un déplacement de l'activité entre les secteurs et obligent de nombreuses entreprises à s'adapter. La politique monétaire facilite cet ajustement en apportant un soutien à la demande globale, afin d'amener l'économie à se maintenir à un niveau proche des limites de sa capacité et l'inflation à s'établir au taux visé.

À la fin de 2003, l'économie canadienne tournait à un régime inférieur à celui que prévoyait la Banque dans le *Rapport sur la politique monétaire* publié en octobre dernier. Certes, on a observé un regain de vigueur au dernier trimestre de 2003, mais le PIB réel n'a pas progressé au rythme escompté au troisième trimestre, et son taux de croissance pour le deuxième trimestre a été révisé à la baisse. Ce tassement est survenu en dépit du renforcement de l'activité économique dans le monde, particulièrement aux États-Unis — mais aussi au Japon et dans d'autres économies d'Asie —, ainsi que de l'important renchérissement des produits de base. Des données préliminaires indiquent que la croissance au premier trimestre de 2004 se serait établie tout juste en deçà de 3 % en taux annualisé. Comme on s'y attendait, l'inflation mesurée par l'indice de référence s'est généralement située au-dessous du taux cible de 2 % depuis la parution du *Rapport* d'octobre.

Dans ce contexte, la Banque a réduit son taux directeur de 75 points de base au total, lui retranchant 25 points de base à chacune des trois plus récentes dates d'annonce préétablies, pour le ramener à 2 % (Graphique 1).

Les prévisions de la Banque en matière d'expansion économique et d'inflation au pays n'ont pas changé pour l'essentiel depuis la publication de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* en janvier dernier. La croissance de l'économie canadienne devrait s'établir aux alentours de 2 3/4 % en moyenne en 2004, puis se hisser à environ 3 3/4 % en 2005. Une telle progression permettrait à l'économie de tourner à nouveau près de son plein potentiel d'ici le troisième trimestre de l'an prochain. On prévoit que l'inflation

Modifications du taux cible du financement à un jour depuis la parution du *Rapport* d'octobre

2 décembre — aucune modification

20 janvier — abaissé de 25 points de base à 2,5 %

2 mars — abaissé de 25 points de base à 2,25 %

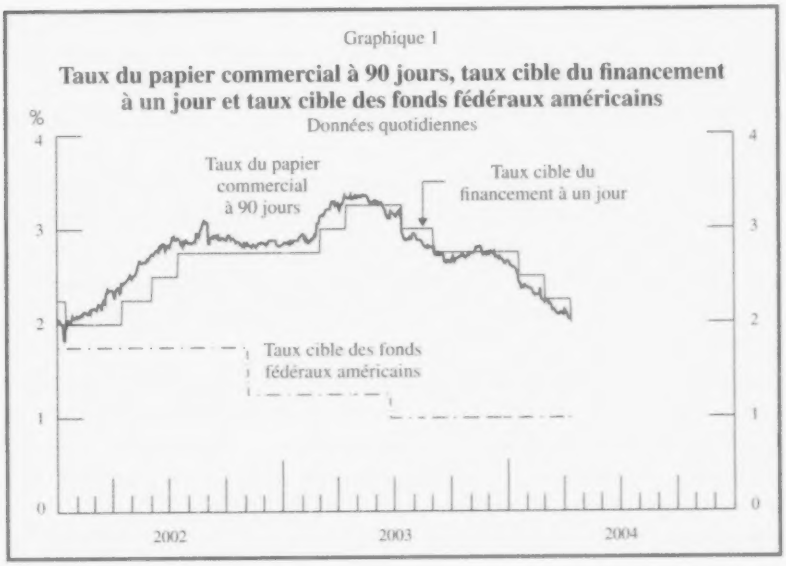
13 avril — abaissé de 25 points de base à 2 %

Les données que renferme le présent rapport sont celles qui étaient disponibles à la date d'annonce préétablie du 13 avril 2004.

mesurée par l'indice de référence se chiffrera en moyenne à quelque 1 1/2 % durant le reste de l'année et qu'elle reviendra à la cible de 2 % avant la fin de 2005.

Graphique 1

Taux du papier commercial à 90 jours, taux cible du financement à un jour et taux cible des fonds fédéraux américains



La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture mondiale demeure la principale source d'incertitude entachant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a fléchi au début de 2004 et était, en février, bien inférieure à la cible de maîtrise de l'inflation de 2 % visée par la Banque. De son côté, le taux d'augmentation de l'IPC global a reculé encore davantage en raison de la baisse des prix de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux auxquels ils se situaient un an plus tôt.

L'inflation et la cible de 2 %

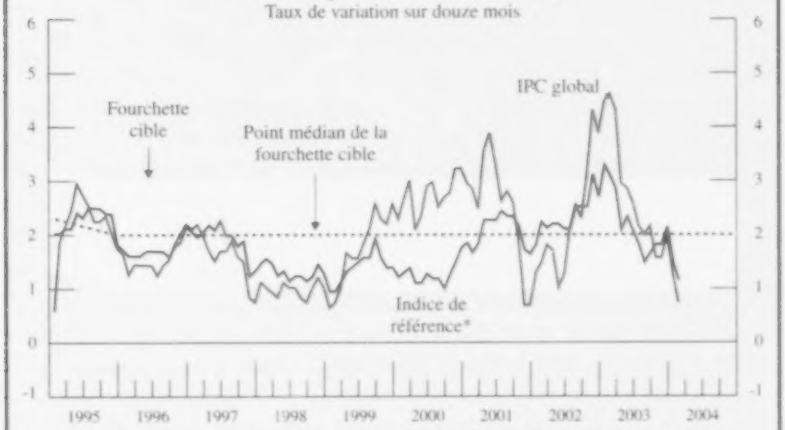
L'inflation mesurée par l'indice de référence a baissé au début de 2004.

Comme nous le prévoyions lors de la parution du *Rapport* d'octobre, l'inflation mesurée par l'indice de référence a chuté au début de 2004 alors que les effets des facteurs ponctuels ont cessé de se faire sentir (Graphique 2)[1]. Après s'être établie à 1,8 % en moyenne entre août et décembre 2003, la progression de cet indice est tombée à 1,1 % en février. Les autres mesures de l'inflation tendancielle que la Banque suit attentivement ont aussi diminué, et en février leur niveau avoisinait celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 3).

Graphique 2

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



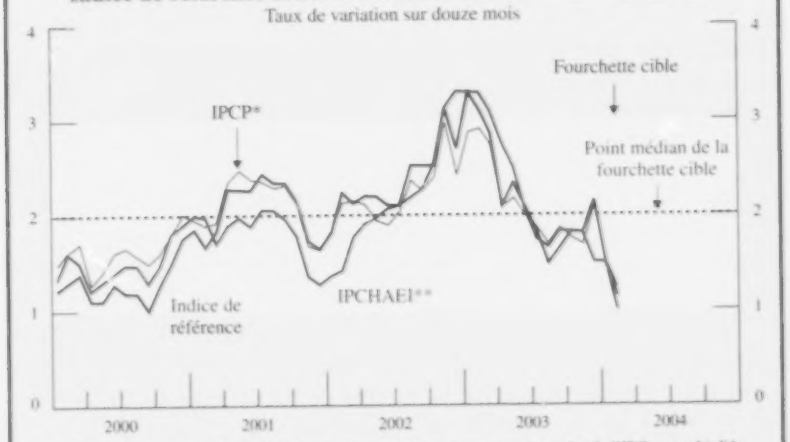
* Indice excluant les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

1. L'indice de référence exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Les huit composantes exclues sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, les produits du tabac et les intérêts sur les prêts hypothécaires.

Graphique 3

Indice de référence et autres mesures de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* Dans la mesure IPCP, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

** La mesure IPCHAEI exclut l'alimentation, l'énergie et l'effet des modifications des impôts indirects.

Le bond temporaire affiché par le taux d'accroissement de l'indice de référence en décembre 2003 résultait des remboursements sur les factures d'électricité accordés aux usagers ontariens à la fin de 2002. En janvier et février 2004, ce taux s'est réinscrit en baisse, l'influence de certains facteurs ponctuels s'étant largement dissipée. En particulier, les effets des fortes majorations des primes d'assurance automobile, lesquelles avaient, pendant quelque temps, poussé à la hausse le taux d'accroissement sur douze mois de l'indice de référence, se sont sensiblement estompés. Le rythme d'augmentation de la composante alimentaire de cet indice s'est aussi modéré en début d'année, en partie à cause de l'appréciation du dollar canadien depuis le commencement de 2003. L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser autour de 1 1/2 % au deuxième trimestre de 2004.

Le taux d'accroissement de l'IPC global est tombé en deçà de 1 % en février.

La progression sur douze mois de l'IPC global se chiffrait à 0,7 % en février, contre 2,0 % au mois d'août. Ce tassement, plus marqué que celui de l'indice de référence, s'explique surtout par les réductions des prix à la consommation de l'essence et du mazout par rapport aux niveaux enregistrés un an plus tôt, de même que par le ralentissement prononcé de l'augmentation, en glissement annuel, du prix à la consommation du gaz naturel. Le pétrole brut, cependant, a renchéri considérablement depuis la mi-octobre, en raison de la vitalité de la demande en Asie et de l'incidence que l'hiver relativement rigoureux a eue sur les stocks en Amérique du Nord. Résultat, le cours du brut est actuellement bien supérieur au prix prévu dans le scénario de référence dont faisait état notre dernier *Rapport*.

Les facteurs qui influent sur l'inflation

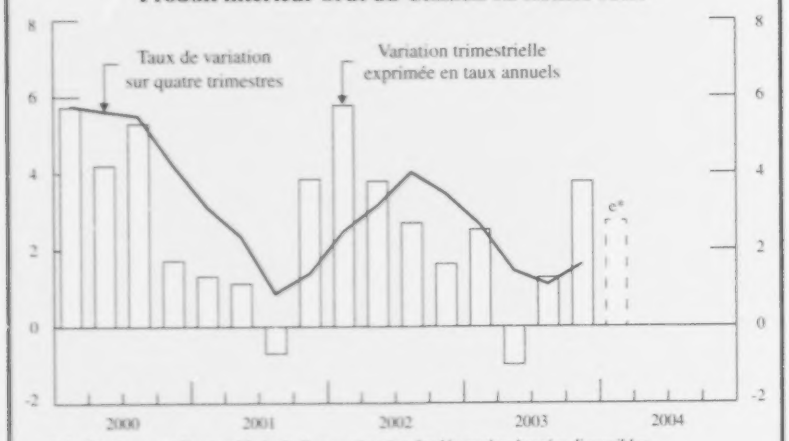
La demande globale

Au troisième trimestre de 2003, la croissance de l'économie canadienne a été légèrement inférieure à nos projections...

Le PIB réel du Canada a progressé à un rythme annuel de 1,3 % au troisième trimestre de 2003, ce qui est quelque peu inférieur à ce que nous avions prévu dans la livraison d'octobre du *Rapport* (Graphique 4). Au quatrième trimestre, la croissance économique s'est accélérée pour atteindre un taux annualisé de 3,8 %, soit à peu près le rythme attendu dans le dernier *Rapport* et dans la *Mise à jour* de janvier, bien que la demande intérieure finale ait été légèrement plus modeste et la demande extérieure un peu plus forte que prévu. Les indicateurs récents de la dépense et de l'activité donnent à penser que la croissance sera de près de 2 3/4 % au premier trimestre de 2004, ce qui est à peine moins que ce que nous projetions en janvier.

Graphique 4

Produit intérieur brut du Canada en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

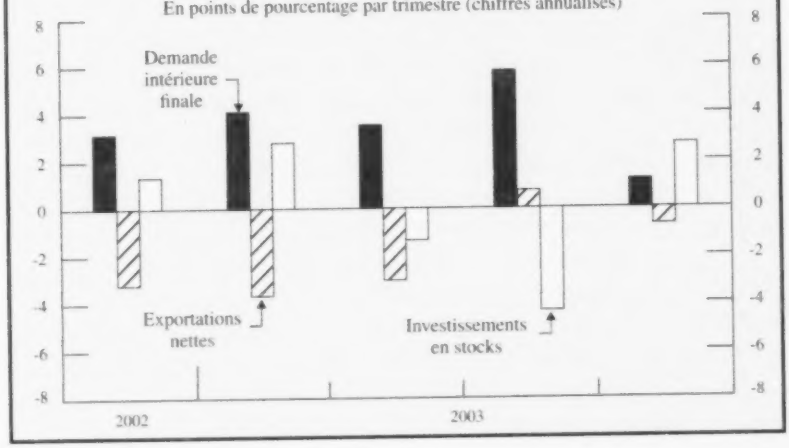
... en raison de la correction des stocks opérée par les fabricants et les détaillants.

Au troisième trimestre de 2003, l'expansion a été ralentie par l'importante correction des stocks entreprise par les fabricants et les détaillants (Graphique 5). L'activité s'est également ressentie de la panne d'électricité qui a touché l'Ontario au mois d'août et de l'embargo sur les exportations canadiennes de bovins, de bœuf et de produits connexes survenu par suite de la découverte d'un cas isolé d'encéphalopathie spongiforme bovine (ESB) en mai. Parallèlement, la demande intérieure finale s'est fortement accrue. Les investissements des entreprises ont fait un bond, tout comme les dépenses des ménages, à la faveur de la poursuite de la détente monétaire, du degré élevé de confiance des consommateurs (Graphique 6) et des baisses de prix.

Graphique 5

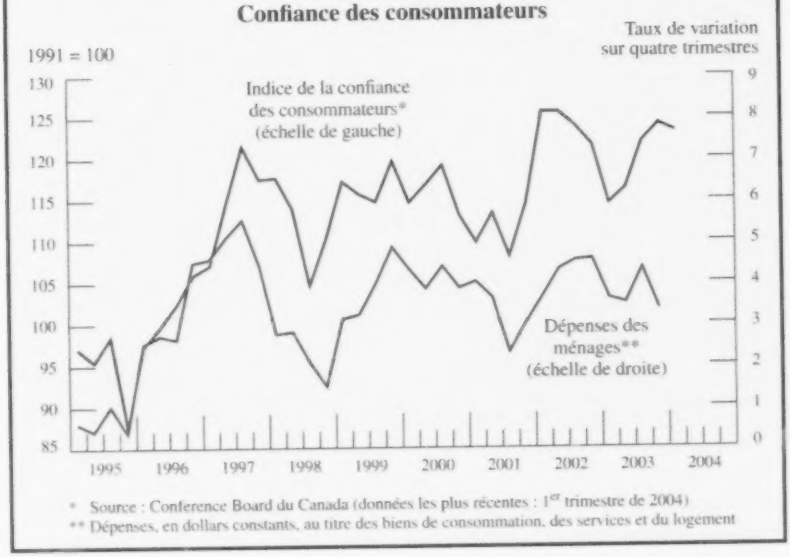
Contribution à la croissance du PIB réel

En points de pourcentage par trimestre (chiffres annualisés)



Graphique 6

Confiance des consommateurs



* Source : Conference Board du Canada (données les plus récentes : 1er trimestre de 2004)

** Dépenses, en dollars constants, au titre des biens de consommation, des services et du logement

La croissance a repris vers la fin de l'année, comme prévu.

La remontée des investissements en stocks, conjuguée à l'atténuation des effets des chocs inhabituels mentionnés ci-dessus, a contribué grandement à la reprise observée vers la fin de l'année[2]. À la faveur du renforcement de l'activité à l'échelle mondiale (Note technique 1), les exportations ont aussi connu un regain au

2. La découverte vers la fin de l'année dernière aux États-Unis d'un cas d'ESB chez une vache provenant de l'Alberta a eu pour effet de prolonger l'embargo sur les exportations de bovins vivants du Canada, retardant encore du même coup le redémarrage de l'industrie bovine au pays.

Note technique 1

Les tendances récentes du volume des exportations

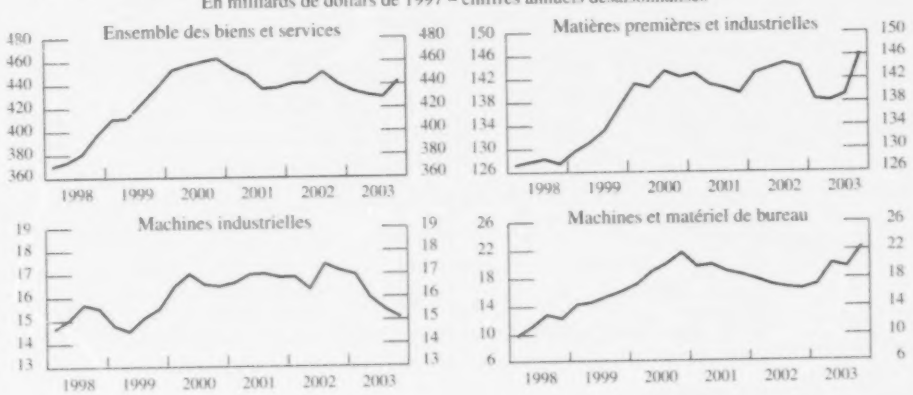
Après avoir vivement augmenté durant la seconde moitié des années 1990 et en 2000, les exportations de biens et de services stagnent depuis le début de 2001. Ce revirement est dû à plusieurs facteurs, dont la récession qui a frappé l'économie américaine et la reprise inégale que cette dernière a connue jusqu'au milieu de 2003. L'effondrement de la demande mondiale de nombreux types de biens d'équipement, en particulier dans le secteur des technologies de l'information et de la communication, a également contribué à freiner les exportations, tout comme la faiblesse marquée de la demande d'aéronefs et de pièces détachées dans la foulée des attentats du 11 septembre 2001. À ces difficultés se sont ajoutés les effets d'autres chocs de moindre ampleur et de nature plus temporaire, à savoir le recul des exportations de grains consécutif à de mauvaises récoltes en 2001 et 2002; l'embargo imposé à la fin de mai 2003 – et levé partiellement à la fin de septembre 2003 – sur les importations de bœuf et de bovins du Canada par suite de la découverte d'un cas de maladie de la vache folle; et la nette réduction de la demande de services de voyage et de transport au premier semestre de 2003, attribuable à la guerre en Iraq et à l'épidémie de SRAS.

Par ailleurs, le Canada a apparemment perdu des parts de marché au profit de la concurrence étrangère dans le cas de certains produits. En particulier, les exportations de machines et de matériel de bureau ont fléchi en proportion des investissements consacrés à ces biens aux États-Unis en 2001 et 2002, en raison peut-être d'une concurrence accrue de la part des pays à marché émergent, où les coûts sont moindres, et du taux moins élevé d'utilisation des capacités chez nos voisins du sud. Plus récemment, l'appréciation du dollar canadien semble avoir accentué les pressions à la baisse qui s'exercent sur les exportations de certains produits, notamment les machines industrielles.

Les exportations totales ont redémarré à la fin de 2003, grâce à l'atténuation des effets de certains chocs antérieurs ainsi qu'au vif élan donné aux exportations de matières premières et industrielles par la relance de l'activité industrielle mondiale et par la remontée des cours des produits de base. Les exportations de machines et de matériel de bureau se sont aussi raffermies, sous l'impulsion de la hausse considérable des dépenses consacrées à ces produits aux États-Unis. Si l'accélération des exportations de services de voyage observée au second semestre de l'année cadre avec la dissipation des retombées de chocs antérieurs, le solde du compte des voyages du Canada s'est néanmoins détérioré durant cette période, du fait d'une augmentation plus importante encore des importations de services de voyage, qui résulte peut-être de la vigueur du dollar canadien.

Volume des exportations : résultats globaux et chiffres pour certaines composantes

En milliards de dollars de 1997 – chiffres annuels désaisonnalisés

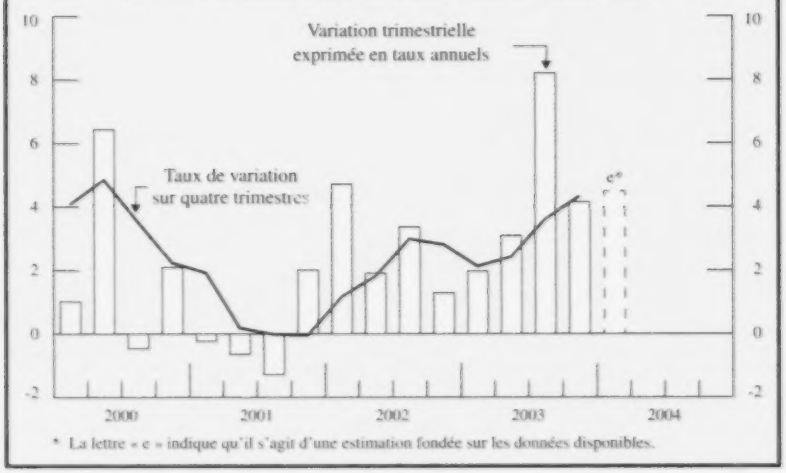


quatrième trimestre de 2003. Cependant, les importations ont augmenté encore davantage, et le rythme de progression de la demande intérieure finale a perdu de la vigueur qu'il affichait au troisième trimestre.

Aux États-Unis, l'essor de la dépense des ménages en logements et en biens et services, combiné à celui des investissements des entreprises en équipement et en logiciels, a donné lieu à une vive augmentation du PIB réel au second semestre de 2003 (celle-ci se chiffrant à 8,2 % au troisième trimestre, et à 4,1 % au quatrième). Les données préliminaires portent à croire que les dépenses accrues des ménages, les fortes dépenses des entreprises et l'importante reconstitution de stocks se traduiront par une croissance de l'ordre de 4 1/2 % au premier trimestre de 2004 (Graphique 7).

Graphique 7

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



* La lettre « e » indique qu'il s'agit d'une estimation fondée sur les données disponibles.

L'ajustement à la conjoncture internationale

En raison des événements survenus sur la scène internationale et de la montée du dollar canadien qui en a découlé...

L'un des faits qui ont marqué l'économie du Canada en 2003 et au début de 2004 a été le réalignement prononcé des monnaies, dont le dollar canadien. Durant cette même période, l'activité économique s'est vivement accélérée à l'échelle internationale, en particulier aux États-Unis et dans la plupart des pays asiatiques, et les prix mondiaux des produits de base ont augmenté. La montée en puissance de la Chine et de l'Inde sur la scène internationale est un autre facteur à l'œuvre. Les variations de la demande de certains types de produits canadiens découlant des changements dans la conjoncture mondiale exigeront des déplacements d'activité entre divers secteurs et obligeront de nombreuses entreprises à s'adapter.

... la croissance de notre économie dépendra fortement de la demande intérieure.

L'appréciation du dollar canadien implique que la croissance de l'économie de notre pays dépendra fortement de la demande intérieure. D'ailleurs, au dernier trimestre de 2003 et au début de 2004, l'expansion semble s'être ressentie de l'incidence de cette appréciation sur le volume net des exportations. Des déplacements d'activité devraient s'opérer, en faveur des exportations de produits de base et au détriment de celles de biens hautement manufacturés. Il est probable aussi que certains exportateurs canadiens se tournent vers les marchés de pays dont la monnaie s'est grandement appréciée par rapport au dollar américain. La réduction du coût des machines et du matériel importés des États-Unis devrait contribuer à stimuler les dépenses d'investissement et à accroître la productivité canadienne. Enfin, en réaction à l'évolution des marchés mondiaux, nos entreprises devront mettre en place de nouvelles chaînes d'approvisionnement et trouver de nouveaux créneaux pour leurs produits et services.

Certains des ajustements économiques provoqués par les grands changements survenus sur la scène internationale sont devenus manifestes en 2003. Mais la plupart des déplacements entre secteurs restent à venir. Bien que la rentabilité globale des entreprises soit demeurée élevée tout au long de l'année, les profits ont eu tendance à baisser dans les secteurs largement exposés à la concurrence mondiale (Note technique 2). En outre, l'avance de la production s'est consolidée et l'emploi a eu tendance à progresser, en moyenne, dans les industries du secteur des produits de base et dans celles qui sont peu exposées à la concurrence étrangère.

Beaucoup des entreprises qui ont été pénalisées par l'appréciation du dollar canadien ont déjà pris des mesures pour en atténuer l'incidence.

Les résultats de la dernière enquête de la Banque auprès des entreprises, qui s'est achevée en mars, confirment que des changements attribuables à l'évolution mondiale ont commencé à s'opérer[3]. Les firmes semblent un peu plus convaincues qu'elles pourront s'ajuster à l'appréciation du dollar canadien. Beaucoup de celles que la vigueur de notre monnaie touche défavorablement ont d'ailleurs pris des mesures pour en atténuer l'incidence, principalement en comprimant leurs coûts et en accroissant leur productivité. À l'opposé, les entreprises avantagées par la montée du dollar (du fait, surtout, qu'elles ont vu diminuer le coût des intrants importés) ont, dans certains cas, réagi en abaissant leurs prix de vente au pays, mais nombre d'entre elles en ont aussi profité pour améliorer leurs marges bénéficiaires. La plupart des entreprises désavantagées par l'appréciation de la monnaie canadienne se

3. On peut consulter les résultats de l'enquête menée par la Banque auprès des entreprises au sujet de leur ajustement à l'appréciation du dollar canadien sur le site Web de l'institution, à l'adresse : <http://www.banqueducanada.ca/fr/rpm/pdf/sondage/rpm_sondage0404.pdf>.

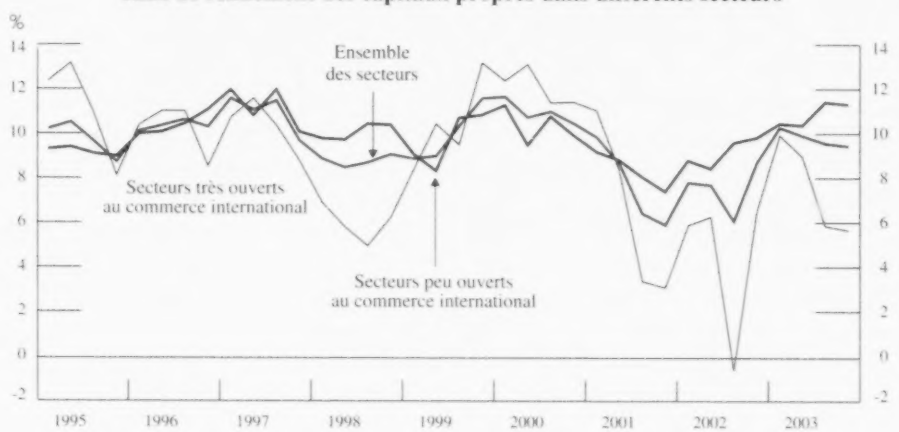
Note technique 2

L'ajustement aux modifications de la conjoncture internationale : évolution sectorielle en 2003

En 2003, la rentabilité et la production des entreprises canadiennes ont évolué de façon fort contrastée selon les secteurs, et ce pour plusieurs raisons liées à l'ajustement de l'économie aux modifications de la conjoncture internationale. L'appréciation du dollar canadien, le raffermissement de l'activité à l'échelle mondiale, le renchérissement consécutif des produits de base ainsi que l'intégration et l'essor continus de grandes économies émergentes comme la Chine et l'Inde ont eu des effets très variés sur les différents secteurs de l'économie canadienne. La modification des niveaux de rentabilité et d'activité, parmi les secteurs, a aussi entraîné des changements profonds dans la répartition sectorielle de l'emploi.

L'incidence de la hausse du dollar canadien s'est rapidement fait sentir sur la rentabilité des entreprises qui appartiennent à des secteurs dans lesquels les prix sont déterminés sur les marchés mondiaux (et libellés en dollars américains) et qui recouraient de façon limitée à des opérations de couverture. En effet, bien que la rentabilité globale soit demeurée bonne en 2003, le taux moyen de rendement des capitaux propres a nettement reculé, au second semestre, dans les secteurs dont le degré d'ouverture au commerce international[1] est positif et relativement élevé. L'érosion de la rentabilité a été particulièrement prononcée dans les industries productrices de machines non électriques, de vêtements et de textiles. En revanche, au cours de la dernière année, la rentabilité a le plus augmenté dans les secteurs dont le degré d'ouverture nette aux échanges internationaux est faible ou négatif (p. ex., le commerce de gros et de détail ainsi que les services financiers).

Taux de rendement des capitaux propres dans différents secteurs



1. On calcule l'ouverture nette au commerce international en ajoutant à la part de la production qui est exportée celle de la consommation intérieure qui est satisfaite par les importations, et en retranchant du résultat obtenu celle des intrants importés dans la production, selon la formule mise au point par Dion (1999-2000). Par exemple, les secteurs fortement axés sur l'exportation ou largement exposés à la concurrence des importations sont considérés comme très ouverts au commerce international.

Note technique 2 (suite)

Toutes choses égales par ailleurs, on s'attend à ce qu'une hausse du dollar canadien réduise la demande extérieure de biens et de services produits au Canada. De fait, la croissance de la production est, depuis un an, un peu moins vigoureuse dans les branches très ouvertes au commerce international qu'elle ne l'est dans les autres. L'activité a considérablement ralenti dans les industries productrices de machines non électriques, de vêtements et de textiles. La reprise de l'économie mondiale est toutefois venue contrebalancer en partie l'incidence négative de la montée du dollar sur la demande dans certaines de ces branches. Ainsi, la production s'est vivement accrue dans les secteurs de l'exploitation minière, de la première transformation des métaux et de la fabrication de produits électroniques et informatiques au cours de la dernière année. Durant la même période, la forte progression de la demande intérieure finale au Canada a aussi stimulé l'activité dans plusieurs secteurs peu ouverts aux échanges internationaux, comme l'impression et l'édition, la construction et le commerce de gros.

Face à la faiblesse persistante de leur niveau de rentabilité, de nombreuses entreprises appartenant aux secteurs très ouverts au commerce international ont commencé à procéder à des ajustements en 2003. L'emploi a chuté dans la plupart de ces secteurs l'an dernier alors qu'il a augmenté de façon marquée dans diverses branches peu ouvertes aux échanges internationaux, comme la construction, le commerce de gros et de détail ainsi que les services financiers, les assurances et l'immobilier.

Évolution de l'activité sectorielle en 2003
Taux de variation en glissement annuel

Secteur	Part du PIB global	Croissance du PIB réel	Croissance de l'emploi
Ensemble des entreprises	81,0	+1,9	+1,4
Secteurs très ouverts au commerce international	19,2	+0,9	-1,9
Dont :			
Combustibles minéraux	2,2	+1,9	+7,7
Produits de base non énergétiques et non agricoles	7,2	+2,7	-0,8
Autres secteurs très ouverts	9,8	-0,6	-2,4
Secteurs peu ouverts au commerce international[a]	61,8	+2,2	+1,9

a. Y compris les secteurs qui sont des importateurs nets

sont montrées aussi optimistes que les autres en ce qui concerne les prévisions de croissance des ventes, mais elles l'étaient considérablement moins au chapitre de leurs intentions d'embauche et d'investissement.

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

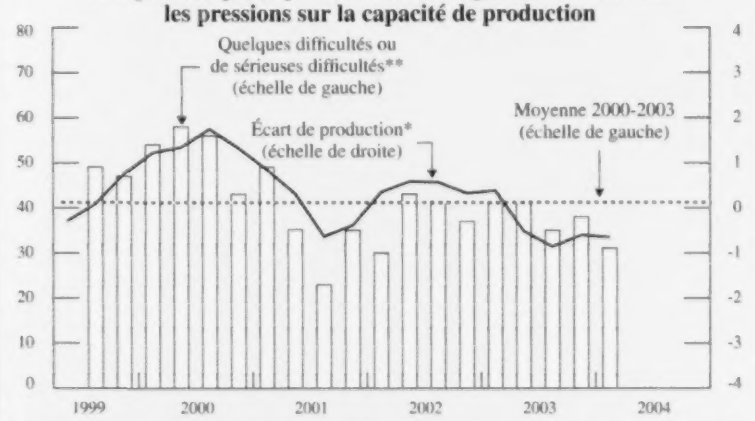
L'économie canadienne tourne en deçà de son potentiel depuis le deuxième trimestre de 2003.

Les mesures de la production potentielle et de l'écart de production que la Banque utilise habituellement donnent à penser que l'économie tourne en deçà de son potentiel depuis le second trimestre de l'an dernier (Graphique 8). Même si l'écart de production s'est rétréci quelque peu au quatrième trimestre, il subsiste d'importantes capacités excédentaires. Compte tenu de la révision à la baisse qui a été apportée aux données du PIB au Canada pour le deuxième trimestre de 2003 et des taux de croissance inférieurs aux attentes au second semestre suivant, la Banque estime que l'écart de production était un peu plus prononcé à la fin de l'année que ce qu'elle avait projeté au moment de la parution du *Rapport* d'octobre.

Plusieurs indicateurs étayent l'opinion selon laquelle la marge de capacités inutilisées s'est accrue depuis le commencement de 2003. Ainsi, le pourcentage d'entreprises ayant signalé des pressions sur la capacité dans le cadre de la dernière enquête menée par les bureaux régionaux de la Banque a diminué par rapport à

Graphique 8

Estimation de l'écart de production et réponses données à la question posée par les bureaux régionaux concernant les pressions sur la capacité de production



* Différence entre la production observée et la production potentielle estimée. Il convient de noter que la valeur estimée de l'écart pour le premier trimestre de 2004 se fonde sur une croissance prévue de la production de 2 3/4 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

** Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes

ce qu'il était au début de l'année dernière. Par ailleurs, l'inflation mesurée par l'indice de référence est descendue sous la cible de 2 %. Cependant, le taux d'utilisation des capacités de production dans le secteur des produits non agricoles était sensiblement le même au quatrième trimestre de 2003 que lors des trimestres précédents, s'établissant à peu près au niveau moyen enregistré pour la période 2000-2003.

L'analyse que fait la Banque des divers indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production l'amène à conclure que l'offre au sein de l'économie canadienne affiche actuellement un excédent supérieur à ce qu'indiquent les mesures qu'elle emploie habituellement. Les estimations de l'écart de production sont toutefois entachées de plus d'incertitude que d'habitude. En effet, en raison des déplacements d'activité intersectoriels qui sont en cours — et qui sont causés par l'évolution de la demande —, il est plus difficile encore d'évaluer les capacités effectives.

La maîtrise des coûts et les prix des extrants

Les coûts unitaires de main-d'œuvre au quatrième trimestre de 2003 sont restés quasiment identiques à ce qu'ils étaient un an plus tôt.

Malgré une légère remontée de la productivité au cours de la dernière année, les coûts unitaires de main-d'œuvre dans le secteur des entreprises au quatrième trimestre de 2003 sont restés quasiment identiques à ce qu'ils étaient un an plus tôt (Graphique 9). Cela s'explique par le fait que le revenu horaire du travail dans ce secteur n'a que peu varié entre les quatrièmes trimestres de 2002 et de 2003. La progression de la rémunération du travail a été particulièrement faible dans les secteurs qui ont eu à subir les contrecoups de la série de chocs inhabituels ayant frappé l'économie canadienne en 2003, de sorte que cette atonie ne devrait être que passagère. D'ailleurs, le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération, qui se fonde entre autres sur l'évolution du salaire horaire moyen des employés permanents, semble avoir augmenté, pour atteindre environ 2 3/4 % depuis le milieu de 2003 (Graphique 10)[4].

Le taux d'accroissement sous-jacent de la rémunération est d'environ 2 3/4 %.

En raison de la hausse marquée, en 2003, des cours mondiaux des produits de base que le Canada exporte, l'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services produits au Canada) a été l'an dernier bien supérieur à celui de l'inflation mesurée par l'indice de référence (Graphique 11). Les produits de base non énergétiques ont de nouveau renchéri depuis la fin de 2003 (Graphique 12). La forte demande en Asie a aidé les cours des métaux et des céréales

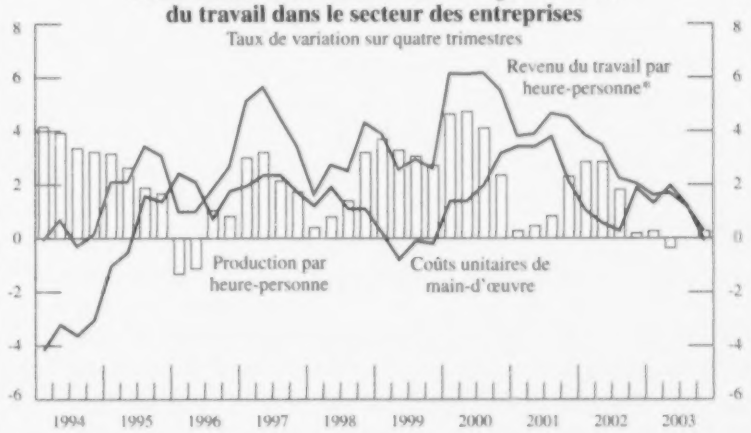
4. Les augmentations annuelles moyennes qui ont été négociées dans le secteur public en janvier 2004 étaient relativement élevées, mais le nombre d'employés touchés par les nouveaux contrats était beaucoup plus bas que d'habitude.

à rester élevés. Parallèlement, les attentes d'une poursuite de la demande vigoureuse de logements en Amérique du Nord en 2004, conjuguées à la volonté des grossistes américains de ramener leurs stocks de bois d'œuvre à des niveaux plus normaux, ont contribué à une vive remontée des prix de ce matériau.

Graphique 9

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail dans le secteur des entreprises

Taux de variation sur quatre trimestres

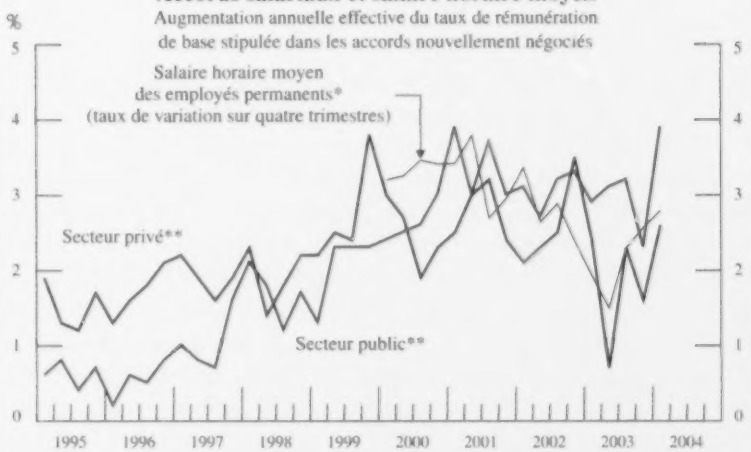


* Le revenu du travail comprend le revenu du travail des salariés ainsi qu'un revenu implicite du travail pour les travailleurs autonomes.
Source : *Le Quotidien* de Statistique Canada

Graphique 10

Accords salariaux et salaire horaire moyen

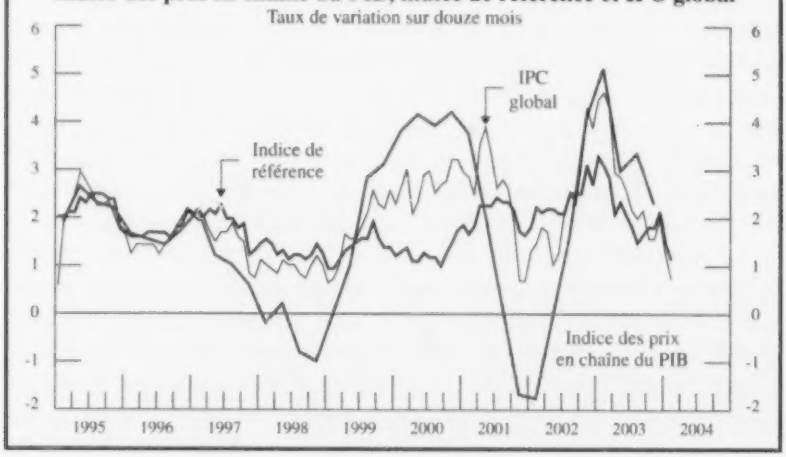
Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



* Source : Statistique Canada, *Information population active* (données les plus récentes : mars 2004)
** Source : Développement des ressources humaines Canada (données les plus récentes : janvier 2004)

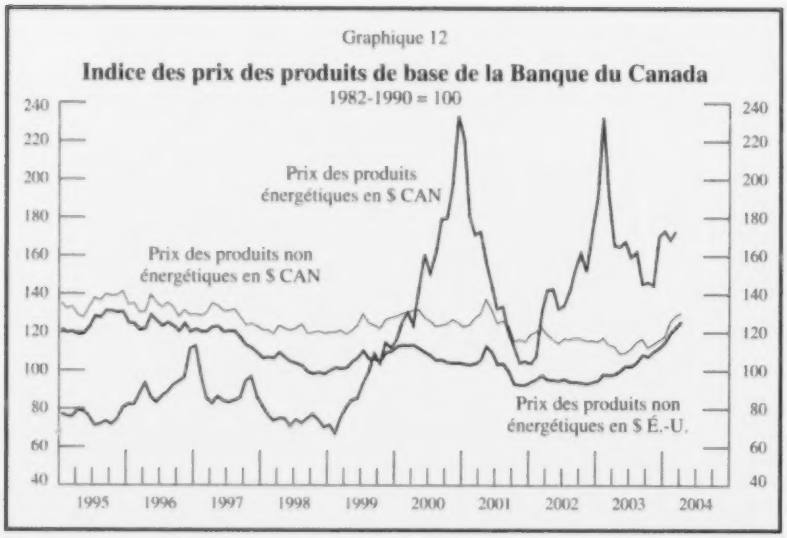
Graphique 11

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global



Graphique 12

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada



3. L'ÉVOLUTION FINANCIÈRE

Les conditions financières ont continué de s'améliorer.

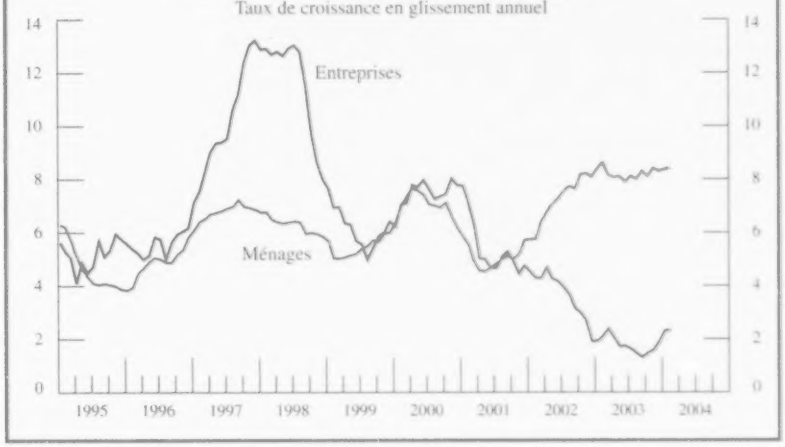
L'amélioration des conditions financières dont faisait état le *Rapport* d'octobre s'est poursuivie au Canada, comme presque partout ailleurs dans le monde. Les marchés boursiers ont continué de se raffermir, les écarts de taux sur les obligations de sociétés se sont amenuisés et la courbe des rendements s'est déplacée vers le bas. La situation financière et la rentabilité des banques au pays restent saines, ce qui est de bon augure pour les conditions futures du crédit, et le niveau des liquidités est très élevé.

La demande de crédit des sociétés non financières s'est redressée ces derniers mois, mais elle demeure modeste, la hausse des bénéfices ayant permis à ces dernières de financer la majeure partie de leurs investissements à même leurs fonds autogénérés (Graphique 13). Nourri par les importantes émissions d'obligations et l'essor du marché des fiducies de revenu, le crédit à long terme aux entreprises a progressé de façon soutenue, tandis que le crédit à court terme reste inférieur à ce qu'il était il y a un an.

Graphique 13

Crédits aux entreprises et aux ménages

Taux de croissance en glissement annuel



Le crédit aux ménages s'accroît toujours à un rythme rapide grâce au dynamisme de la consommation et du marché du logement. La faiblesse des taux d'intérêt a eu pour effet de maintenir les ratios du service de la dette à de bas niveaux, et la montée des prix des maisons a renforcé la situation financière des ménages. Cette dernière ne devrait donc pas être un frein à la croissance économique durant la période à venir.

La courbe des rendements au pays s'est déplacée vers le bas depuis la parution du *Rapport* d'octobre. Dans le cas des échéances

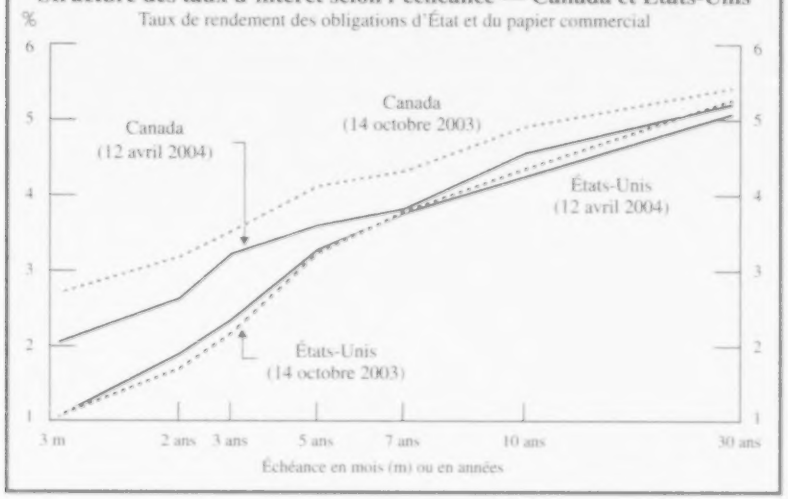
rapprochées, ce mouvement tient à la réduction, tant anticipée qu'effective, des taux directeurs.

Les écarts entre les rendements des obligations canadiennes et américaines pour les échéances rapprochées se sont fortement rétrécis entre octobre 2003 et février 2004 du fait que les taux d'intérêt ont baissé au Canada alors que les rendements des obligations du Trésor américain sont restés plutôt stables (Graphique 14). Leur diminution a été particulièrement marquée dans le cas des échéances de deux ans. Les écarts de rendement n'ont guère varié depuis février.

Graphique 14

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada et États-Unis

Taux de rendement des obligations d'État et du papier commercial

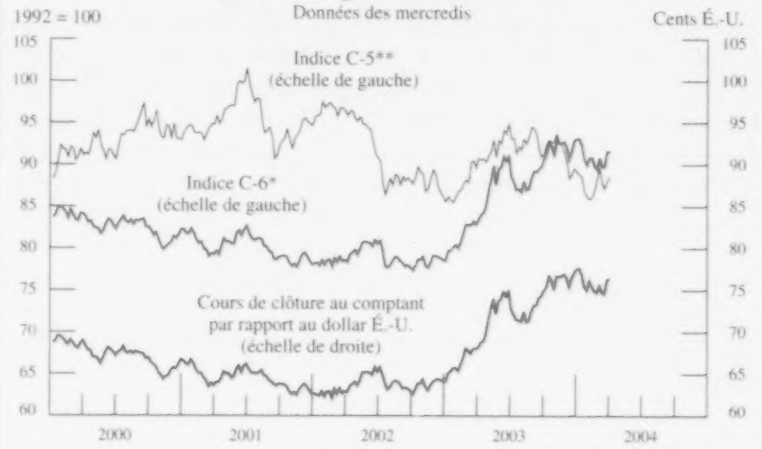


Depuis octobre, le dollar canadien fluctue à l'intérieur d'une fourchette large mais stable.

D'octobre à janvier, le dollar américain s'est affaibli par rapport à la plupart des devises. À la faveur de ce recul généralisé, le dollar canadien a atteint son plus haut niveau en dix ans, soit 78,86 cents É.-U., au début de janvier (Graphique 15). Depuis, de nombreuses monnaies, dont celle du Canada, voient leur cours fluctuer à l'intérieur de fourchettes assez larges mais plus stables. Dans le cas du dollar canadien, cette fourchette s'est établie entre 74 1/2 et 76 1/2 cents É.-U., ce qui se rapproche des valeurs observées au moment de la publication du *Rapport* d'octobre.

Graphique 15

Taux de change du dollar canadien



* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse
** L'indice C-5 exclut le dollar É.-U.

4. LES PERSPECTIVES

La conjoncture internationale

La reprise de l'activité à l'échelle mondiale se raffermit...

La reprise de l'activité économique à l'échelle mondiale se généralise et se raffermit, ce qui transparaît dans les prévisions émanant tant du secteur public que du secteur privé. Cette évolution est grandement soutenue par les politiques budgétaire et monétaire expansionnistes adoptées par de nombreux pays. Elle s'explique aussi par l'intégration continue, à l'économie mondiale, d'importants pays à marché émergent comme la Chine et l'Inde. De fait, la contribution de la Chine et des économies nouvellement industrialisées d'Asie à l'essor projeté de l'activité économique dans le monde dépasse celle des États-Unis (voir le Tableau 1).

Tableau 1
Projections relatives à la croissance mondiale[a]

	Part du PIB mondial réel[b] (en pourcentage)	Croissance projetée (en pourcentage)			Contribution à la croissance de l'économie mondiale (en points de pourcentage)		
		2003	2004	2005	2003	2004	2005
États-Unis	21	3,1	5,0	4,5	0,65	1,05	0,95
Union européenne	20	0,7	1,8	2,5	0,14	0,36	0,50
Japon	7	2,7	3,2	2,2	0,19	0,22	0,15
Chine et ENI d'Asie[c]	16	6,2	6,9	6,4	0,99	1,10	1,02
Autres	36	3,0	4,3	4,0	1,08	1,55	1,44
Ensemble du monde	100	3,1	4,3	4,1	3,1	4,3	4,1

a. Sources : Projections de la Banque du Canada pour les États-Unis, le Japon et l'Union européenne. Les prévisions pour les autres régions ont été calculées à partir des données de Consensus Economics (8 mars et 5 avril 2004).
b. La part de chaque pays pour 2002 est calculée d'après les PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat. Source : FMI, base de données des *Perspectives de l'économie mondiale*, septembre 2003.
c. Les ENI, ou économies nouvellement industrialisées, comprennent la région administrative spéciale de Hong Kong, la Corée, la Province chinoise de Taiwan et Singapour.

Les perspectives à court terme d'une croissance robuste aux États-Unis se sont améliorées. La Banque estime que l'expansion atteindra un rythme d'environ 5 % en 2004 et 4 1/2 % en 2005 chez nos voisins du sud, principalement à la faveur du dynamisme des investissements et des dépenses de consommation. On s'attend à ce que les entreprises réinvestissent leurs profits afin de répondre à la demande anticipée et de réapprovisionner leurs stocks. De plus, les ménages bénéficieront des baisses d'impôt accordées et des gains projetés au chapitre de l'emploi. Toutefois, les cours élevés du pétrole,

s'ils devaient se maintenir, pourraient assombrir les perspectives de croissance aux États-Unis pour les deux prochaines années.

Au Japon, bien qu'il reste encore beaucoup à faire en matière de réforme économique et financière, une reprise durable est peut-être en cours sous l'effet de l'essor des exportations et de l'investissement. Si les perspectives semblent s'améliorer dans la zone euro, la conjoncture demeure anémique à court terme. En revanche, l'économie du Royaume-Uni tourne presque à plein régime. Du côté des pays à marché émergent, les perspectives de croissance de la Chine et de l'Inde sont très favorables.

Bien que les prévisions à court terme soient nettement meilleures qu'elles ne l'étaient, certains risques et certaines incertitudes subsistent au-delà de cet horizon. Par exemple, on ignore si les importants déséquilibres des finances publiques et de la balance courante de bon nombre des grandes économies de la planète se résorberont sans nuire à la croissance.

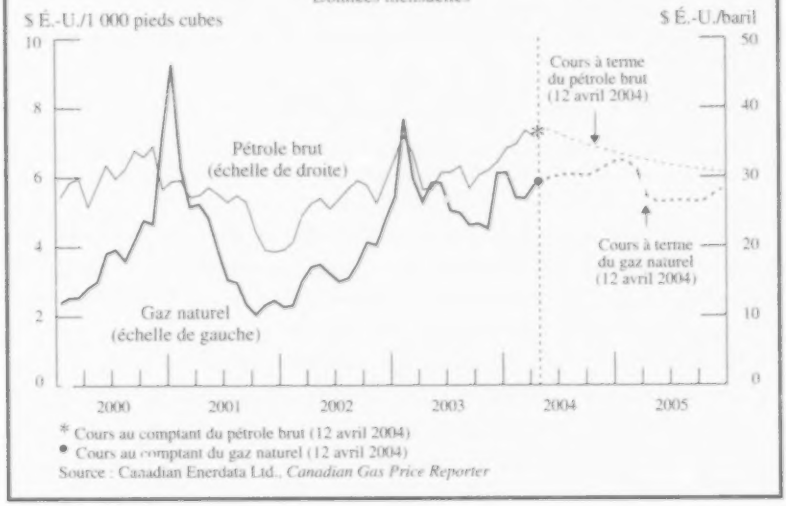
... apportant un soutien aux cours des produits de base non énergétiques.

La forte expansion prévue, particulièrement dans diverses économies asiatiques, devrait continuer à soutenir les cours des produits de base non énergétiques d'ici la fin de 2004 et en 2005. Selon le scénario de référence de la Banque, les cours du pétrole brut devraient fléchir pour s'établir à environ 32 dollars É.-U. le baril d'ici le milieu de l'année et rester stables par la suite jusqu'au milieu de 2005. Quant aux prix du gaz naturel, ils devraient demeurer proches, jusqu'à la fin de 2004, des niveaux élevés auxquels ils se situent présentement. Ces projections, qui s'appuient sur les cours actuels des contrats à terme, sont nettement supérieures à celles que nous avancions il y a six mois (Graphique 16).

Graphique 16

Cours au comptant et à terme du pétrole brut et du gaz naturel

Données mensuelles



* Cours au comptant du pétrole brut (12 avril 2004)
• Cours au comptant du gaz naturel (12 avril 2004)
Source : Canadian Enerdata Ltd., *Canadian Gas Price Reporter*

La demande et l'offre globales au Canada

La croissance de l'économie canadienne proviendra principalement de la demande intérieure privée.

La Banque prévoit que la croissance de l'économie canadienne proviendra principalement, en 2004 et 2005, de la demande intérieure privée, elle-même stimulée par la détente monétaire et la solide confiance des entreprises et des consommateurs. L'expansion de l'activité mondiale et le renchérissement consécutif des produits de base, conjugués aux conditions financières favorables et à la diminution du coût des machines et du matériel importés attribuable à la hausse du dollar canadien, devraient donner lieu à une solide progression des investissements des entreprises. De plus, malgré un ralentissement vers la fin de 2003, on s'attend encore à ce que la dépense des ménages s'accroisse à un bon rythme, à la faveur entre autres d'un essor des revenus réels. Les dépenses des administrations publiques en biens et services, pour leur part, sont appelées à augmenter modérément au cours de cette période.

Les exportations canadiennes devraient bénéficier d'une nouvelle poussée de l'activité économique aux États-Unis et dans le monde. Néanmoins, on prévoit que le bas niveau du dollar américain freinera l'expansion de nos exportations et stimulera nos importations. De fait, les exportations nettes ne devraient pas concourir à la croissance cette année ni l'an prochain (Tableau 2).

Tableau 2
Contributions à la croissance annuelle moyenne du PIB réel
en points de pourcentage

	2003	2004	2005
Consommation	1,9	1,3	2,1
Logement	0,4	0,3	0,1
Administrations publiques	0,7	0,5	0,7
Investissements fixes des entreprises	0,4	0,7	0,9
Total partiel : demande intérieure finale	*3,4*	*2,8*	*3,8*
Exportations	-0,8	2,1	2,1
Importations	-1,4	-2,1	-2,2
Total partiel : exportations nettes	*-2,2*	*0*	*-0,1*
Stocks	0,5	-0,1	0,1
PIB	1,7	2,7	3,8

La croissance devrait se raffermir en 2004 et 2005, ...

Dans son scénario de référence, la Banque estime presentement que le taux d'expansion du PIB réel sera d'environ 2 3/4 % pour l'année 2004, et qu'il se hissera aux alentours de 3 3/4 % en 2005. Bien qu'inférieure aux chiffres contenus dans le *Rapport* d'octobre, la projection de la Banque pour 2004 est la même que celle avancée dans la *Mise à jour* de janvier. Elle s'approche aussi de très près de la moyenne des prévisions les plus récentes du secteur privé, tandis que la projection pour 2005 dépasse légèrement cette moyenne.

... et l'économie tourner presque à plein régime au troisième trimestre de 2005.

La prévision de la Banque suppose que le taux de croissance du PIB réel avoisinera 2 3/4 % en rythme annuel au premier semestre de 2004 et qu'il remontera ensuite à quelque 3 1/2 % au second semestre de cette année pour culminer aux environs de 4 % durant la première moitié de 2005. Ce scénario implique que l'écart de production restera essentiellement inchangé d'ici la fin de 2004, mais que l'économie tournera presque à plein régime au troisième trimestre de l'année suivante.

La façon dont notre économie s'ajustera à l'évolution de la conjoncture internationale demeure la principale source d'incertitude entachant ces perspectives. Dans l'ensemble, les risques qui pèsent sur celles-ci semblent équilibrés.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation ont peu changé depuis la mi-octobre.

La plupart des mesures des attentes relatives à l'inflation que la Banque surveille n'ont guère changé depuis la mi-octobre, et un grand nombre des principaux indicateurs du taux attendu à moyen et à long terme demeurent proches de 2 %. Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board du Canada sur la confiance des entreprises publiés à l'hiver révèlent que 84 % des répondants s'attendaient à ce que le niveau général des prix augmente au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, soit sensiblement le même pourcentage qu'à l'automne dernier. En outre, presque toutes les entreprises sondées récemment par les bureaux régionaux de la Banque estiment que l'inflation mesurée par l'IPC global restera à l'intérieur de la fourchette de 1 à 3 %, en moyenne, durant les deux prochaines années. Bien que le rythme d'accroissement de l'IPC global projeté par les prévisionnistes du secteur privé pour 2004 ait encore fléchi pour s'établir à 1,4 %, celui prévu pour 2005 se situe tout juste sous 2 %. Les taux attendus à plus long terme continuent généralement aussi de frôler les 2 %.

L'incidence de l'expansion monétaire sur l'inflation

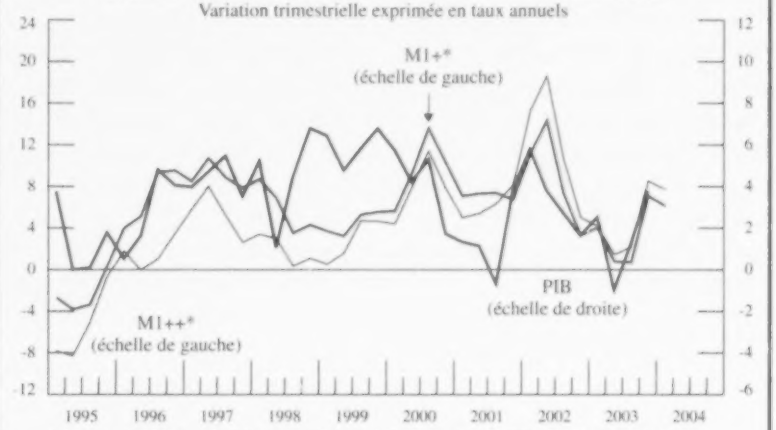
La croissance des agrégats monétaires au sens étroit cadre avec les perspectives de croissance à court terme...

Le rythme d'expansion des agrégats monétaires au sens étroit, M1+ et M1++, s'est raffermi depuis la parution du *Rapport* d'octobre, à la faveur notamment de l'environnement actuel de bas taux d'intérêt. Cette nette progression touche à la fois les dépôts des ménages et ceux des entreprises et cadre avec les perspectives à court terme et la récente accélération de la croissance de la production (Graphique 17).

Graphique 17

Croissance du PIB, de M1+ et de M1++ en termes réels

Variation trimestrielle exprimée en taux annuels



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1+ ou de M1++ (corrigé par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

Graphique 18

Inflation mesurée par l'indice de référence et croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel

... mais la faible progression de M2++ laisse entrevoir le risque que l'inflation soit moins élevée que prévu.

Le taux d'augmentation de l'agrégat monétaire au sens large M2++ s'est quelque peu redressé par rapport au niveau relativement bas où il se situait en octobre (Graphique 18). Cette remontée tient en grande partie à la croissance rapide de la monnaie au sens étroit. Le retour en force des fonds communs d'actions au détriment d'autres actifs a également joué un rôle, renversant la tendance des derniers mois. Malgré ce regain, la faiblesse persistante de la progression de M2++ laisse entrevoir le risque que l'inflation soit moins élevée que prévu.

Les prévisions relatives à l'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait continuer d'avoisiner 1 1/2 % tout au long de 2004...

Les capacités excédentaires présentes sur les marchés des biens et du travail devraient contribuer à maintenir jusqu'au milieu de 2005 le taux d'inflation observé en deçà du taux attendu à long terme. On pense toutefois que cet effet s'estompera graduellement à mesure que l'écart de production se résorbera. L'appréciation du dollar canadien depuis le début de 2003 continuera probablement aussi durant le reste de l'année à tirer légèrement vers le bas l'inflation mesurée par l'indice de référence.

... avant de remonter à environ 2 % d'ici la fin de 2005.

La Banque prévoit que le taux d'accroissement de l'indice de référence demeurera aux alentours de 1 1/2 % tout au long de 2004, avant de retourner progressivement à la cible de 2 % d'ici la fin de l'an prochain (Tableau 3)[5].

Tableau 3
Projections concernant l'inflation mesurée par l'indice de référence et l'IPC global
Taux de variation sur quatre trimestres*

	2004				2005	
	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er sem.	2e sem.
Indice de référence	**1,3** *(1,3)*	**1,4** *(1,6)*	**1,6** *(1,6)*	**1,6** *(1,6)*	**1,7** *(1,7)*	**1,9** *(1,9)*
IPC global	**0,9** *(0,9)*	**1,7** *(1,5)*	**1,7** *(1,5)*	**1,7** *(1,5)*	**1,6** *(1,4)*	**1,7** *(1,7)*
Hypothèse relative au cours du pétrole brut West Texas Intermediate (en $ É.-U. le baril)						
WTI (niveau)	**35** *(33)*	**33** *(31)*	**32** *(30)*	**32** *(30)*	**32** *(28)*	**30** *(28)*

* Les chiffres entre parenthèses sont tirés de la *Mise à jour* du *Rapport sur la politique monétaire* parue en janvier.

5. En avril 2004, le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence devrait connaître une hausse temporaire, un deuxième remboursement accordé aux consommateurs d'électricité en Ontario ayant fait reculer cet indice en avril 2003.

Le taux d'accroissement de l'IPC global devrait s'établir à un niveau proche de celui de l'indice de référence après le milieu de 2004.

Les perspectives concernant le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global sont fortement influencées par le comportement des cours du pétrole brut (Graphique 16). Compte tenu du net renchérissement du brut ces derniers mois, on s'attend à ce que le taux d'accroissement de l'IPC global dépasse quelque peu celui de l'indice de référence au deuxième trimestre de 2004. Si le prix du West Texas Intermediate fléchit pour s'établir à environ 32 dollars É.-U. le baril d'ici le milieu de l'année et à 30 dollars É.-U. au second semestre de 2005, comme le laissent entrevoir les prix des contrats à terme, le rythme de progression de l'IPC global devrait tomber légèrement en deçà de celui de l'indice de référence en 2005.

BIBLIOGRAPHIE

Banque du Canada (1991). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada* (mars), p. 3-21.

_____ (1991). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada* (septembre), p. 3-23.

_____ (2001). « Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation », communiqué du 17 mai 2001 et documents d'information reproduits dans la *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 67-79.

Canada. Statistique Canada. *Information population active*, publication nº 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Conference Board du Canada (2004). *Index of Business Confidence* (hiver).

_____ (2004). *Index of Consumer Confidence* (mars).

Consensus Economics Inc. (2004). *Consensus Forecasts* (divers numéros).

Crawford, A. (2001). « La prévisibilité du taux moyen d'inflation en longue période », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 15-22.

Dion, R. (1999-2000). « Les tendances du commerce extérieur canadien », *Revue de la Banque du Canada* (hiver), p. 31-45.

Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en avril et en octobre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en juillet et en janvier. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, département des Communications, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248
adresse électronique : publications@banqueducanada.ca
site Web : http://www.banqueducanada.ca